



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

FIRMS VALUE ESTIMATION

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE
AUTHOR

Bc. MARIKA SMRČKOVÁ

VEDOUCÍ PRÁCE
SUPERVISOR

prof. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2015

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Smrčková Marika, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku

v anglickém jazyce:

Firms Value Estimation

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce, metody a postupy zpracování

Teoretická východiska práce: přístupy k určování hodnoty podniku

Strategická analýza odvětví a podniku

Finanční plán

Stanovení hodnoty podniku výnosovými metodami

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DAMODARAN, A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd Edition. Hoboken, N. J.: Wiley, 2012. 974 s. ISBN 9781118011522.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy. 3. upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍKOVÁ, P. a M. MAŘÍK. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vydání Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2014/2015.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
Děkan fakulty

V Brně, dne 22.8.2014

**Tato verze diplomové práce je zkrácená (dle Směrnice děkana č. 2/2013).
Neobsahuje identifikaci subjektu, u kterého byla diplomová práce zpracována
(dále jen „dotčený subjekt“) a dále informace, které jsou dle rozhodnutí
dotčeného subjektu jeho obchodním tajemstvím či utajovanými informacemi.**

ANOTACE

Tato diplomová práce se zabývá stanovením hodnoty podniku pomocí výnosových metod ocenění. Teoretická část práce obsahuje základní teoretický rámec, týkající se oceňování podniku. Dále je provedena strategická a finanční analýza podniku. Praktická část práce se věnuje analýze a prognóze generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu a samotnému ocenění podniku na základě metody DCF a metody EVA. Závěrem je výrok o hodnotě společnosti k 31.12.2013.

ANNOTATION

This diploma thesis is focus on business valuation by using income - based valuation methods. The theoretical part comprises the fundamentals of valuation theory. Furthermore the strategic and financial analysis is done. The practical part includes the analysis and forecast of value drivers, financial plan and the valuation itself. The valuation is based on Discounted Cash flow method and Economic Value added method. In conclusion the statement about the value of the company at 31.12.2013 is reported.

KLÍČOVÁ SLOVA

Hodnota podniku, finanční plán, diskontované cash flow, strategická analýza, finanční analýza, SWOT analýza, generátory hodnoty, průměrné vážené náklady kapitálu.

KEY WORDS

Business value, financial plan, Discounted Cash flow, strategic analysis, financial analysis, SWOT analysis, value drivers, weighted average cost of capital.

SMRČKOVÁ, M. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2015. 120 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Mária Režňáková, CSc..

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 22.01.2015

.....

PODĚKOVÁNÍ

Ráda bych poděkovala paní prof. Ing. Márii Režňákové, CSc. za její neocenitelné vedení při celé práci, za její profesionalitu a za velmi cenné rady, které mi poskytla. Dále děkuji předsedovi představenstva z oceňované společnosti za jeho ochotu při získávání podkladů k ocenění a za to, že si vždy našel čas na konzultace, kterých bylo mnoho.

OBSAH

ÚVOD	6
CÍL PRÁCE, METODY, PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ	13
1 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	15
1.1 HODNOTA PODNIKU	15
1.1.1 HLADINY HODNOTY PODNIKU	15
1.1.2 KATEGORIE HODNOTY	16
1.2 DOPORUČENÝ POSTUP PŘI OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	18
1.3 PŘEHLED METOD PRO FINANČNÍ OCENĚNÍ	18
1.4 SHRNUTÍ PROCESU OCEŇOVÁNÍ	19
1.5 STRATEGICKÁ ANALÝZA	21
1.5.1 POSTUP STRATEGICKÉ ANALÝZY	21
1.6 FINANČNÍ ANALÝZA	22
1.6.1 POSTUP FINANČNÍ ANALÝZY	22
1.7 ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ NUTNÁ A NENUTNÁ	23
1.8 PROVOZNĚ NUTNÝ INVESTOVANÝ KAPITÁL	24
1.9 KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	24
1.10 ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY	25
1.11 PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	29
1.12 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	29
1.13 OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ	31
1.13.1 METODA DISKONTOVANÉHO CASH FLOW	31
1.13.2 DISKONTNÍ MÍRA PRO METODU DCF	36
1.13.3 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	40
2 CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI A OBLAST PODNIKÁNÍ (UTAJENO)	44
2.1 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	44
2.2 HISTORIE SPOLEČNOSTI	45
2.3 STRATEGICKÉ OBCHODNÍ JEDNOTKY SPOLEČNOSTI	46
2.4 PRODUKTY SPOLEČNOSTI	47
2.5 ROZDĚLENÍ MAJETKOVÝCH PODÍLŮ, MAJETKOVÉ ÚČASTI V JINÝCH SPOLEČNOSTECH	47
2.6 VIZE SPOLEČNOSTI	47
2.7 ORGANIZAČNÍ STRUKTURA	48
3 STRATEGICKÁ ANALÝZA	49
3.1 ANALÝZA VNĚJŠÍHO PROSTŘEDÍ – SLEPT ANALÝZA	49
3.1.1 ZÁVĚREČNÍ SHRNUTÍ SLEPT ANALÝZY POMOCÍ DÍLČÍ SWOT ANALÝZY (UTAJENO)	62
3.2 RELEVANTNÍ TRH A JEHO PROGNÓZA	63
3.2.1 ANALÝZA ATRAKTIVITY TRHU	65
3.2.2 PROGNÓZA VÝVOJE TRHU (UTAJENO)	66
3.3 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY OCEŇOVANÉHO PODNIKU (UTAJENO)	68
3.3.1 STANOVENÍ TRŽNÍHO PODÍLU OCEŇOVANÉHO PODNIKU	68
3.3.2 IDENTIFIKACE HLAVNÍCH KONKURENTŮ	68
3.3.3 ANALÝZA KONKURENČNÍ SÍLY OCEŇOVANÉHO PODNIKU	71
3.3.4 ODVOZENÍ PERSPEKTIVNOSTI PODNIKU A PROGNÓZY TRŽEB	73
4 FINANČNÍ ANALÝZA PRO ÚČELY OCENĚNÍ (UTAJENO)	77

4.1	ANALÝZA ABSOLUTNÍCH UKAZATELŮ	77
4.1.1	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA AKTIV	78
4.1.2	HORIZONTÁLNÍ A VERTIKÁLNÍ ANALÝZA PASIV	79
4.1.3	ANALÝZA VÝKAZU ZISKU A ZTRÁTY	79
4.2	ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ	80
4.2.1	SROVNÁNÍ S PODNIKY Z ODVĚTVÍ, ZÁVĚRY Z POMĚROVÉ ANALÝZY	82
4.3	SOUHRNNÉ HODNOCENÍ POMOCÍ RYCHLÉHO TESTU	84
4.3.1	SWOT ANALÝZA	85
5	ANALÝZA A PROGNÓZA GENERÁTORŮ HODNOTY (UTAJENO)	86
5.1	ROZDĚLENÍ AKTIV NA PROVOZNĚ POTŘEBNÁ A NEPOTŘEBNÁ	86
5.2	KORIGOVANÝ PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	86
5.3	ANALÝZA A PROGNÓZA TRŽEB	87
5.4	ANALÝZA A PROGNÓZA ZISKOVÉ MARŽE	87
5.5	ANALÝZA A PROGNÓZA PRACOVNÍHO KAPITÁLU	89
5.6	ANALÝZA A PROGNÓZA INVESTIC DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU	90
5.7	ANALÝZA RENTABILITY PROVOZNĚ NUTNÉHO INVESTOVANÉHO KAPITÁLU	91
5.8	PŘEDBĚŽNÉ OCENĚNÍ POMOCÍ GENERÁTORŮ HODNOTY	91
6	FINANČNÍ PLÁN (UTAJENO)	93
7	NÁVRH OCENĚNÍ	97
7.1	OCENĚNÍ METODOU DCF	97
7.1.1	VÝPOČET DISKONTNÍ MÍRY	97
7.1.2	STANOVENÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI	100
7.2	METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	103
7.2.1	ZÁVĚREČNÉ SHRNUTÍ METOD DCF A EVA	104
7.3	OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ METODY SROVNATELNÝCH TRANSAKCÍ (UTAJENO)	105
8	ZMĚNA POUŽITÝCH PŘEDPOKLADŮ	107
	ZÁVĚR	109
	SEZNAM LITERATURY	112
	SEZNAM OBRÁZKŮ	117
	SEZNAM GRAFŮ	117
	SEZNAM TABULEK	117
	SEZNAM ZKRATEK	119
	SEZNAM PŘÍLOH	120

ÚVOD

Co je to vlastně cena či hodnota ? Pro někoho se jedná o množinu finančních prostředků na bankovních účtech, pro někoho jde o hodnotný přístup k rodině a životu, pro jiné se může jednat o cenný přínos pro společnost jako celek. Z výše uvedeného sdělení vyplývá, že hodnoty našich celoživotních snažení mohou být pochopitelně měřitelné, na libovolné veličiny, ale především i neměřitelné, které společnost většinou vnímá subjektivně.

Každý z nás se již od útlého dětství podvědomě snaží měřit svoji cenu či hodnotu. Jako malé dítě v poměřování počtu krásných báboviček na pískovišti, na základní škole v množství bezchybně napsaných diktátů či v počtu přeskočení švihadla v tělesné výchově, na střední škole v předhánění se, kdo půjde na rande s nejhezčím klukem či holkou ze školy a dnes na vysoké škole, kdy měříme svoji hodnotu a srovnáváme ji na trhu práce při hledání své budoucnosti. Všichni moc dobře víme, že tvrdá práce je odměněna zářivou seberealizací v činnostech, které nás naplňují. A nejen proto neustále porovnáváme, kdo pracuje tvrději, kdo má jaké výsledky, kdo byl na kolika pracovních pohovorech, stážích či praxích. Je zřejmé, že hodnota resp. znalost hodnoty je pro každého z nás klíčovým atributem našich životů.

Co jiného je podnik, než skupina jednotlivců, které baví stejná věc a mají stejný cíl. Skupina lidí, kteří si díky své práci realizují své životní sny a při tom neustále měří svoji cenu. Podnik je jeden velký organizmus, který funguje stejně jako člověk. Má své slabé a silné stránky, má své dobré a špatné dny, je úspěšný nebo neúspěšný, podnik je zkrátka lidský. Pokud má být podnik cenný a hodnotný, musí kontinuálně znát svoji cenu, musí vědět, stejně jako my všichni, jaké jsou jeho generátory hodnoty, na co se má zaměřit, co rozvíjet a kde ubrat. Je stejný jako my všichni a proto má touhu po sebepoznání a zvyšování hodnoty sebe sama, mě přivedla k oceňování podniku. Osobně chci být tím člověkem, který do společnosti přináší měřitelnou i neměřitelnou hodnotu a oceňování podniku je pro mě další kapitola sebepoznání, kdy lépe pochopím další ekonomické souvztažnosti, které my budou k užítku nejen při výběru mého povolání, ale i k přiblížení toho, jak svět po kterém chodíme funguje.

Když se řekne oceňování podniku většina z nás si představí velké množství čísel, oceňovacích metod a modelů. A tato představa je správná. Oceňování podniku je velice komplexní a rozsáhlá disciplína. Na druhé straně souhlasím se slovy profesora Damodarana, který říká:

1. Ocenění je ve svém jádru jednoduché a každý, kdo je ochoten strávit nějaký čas shromážděním a analyzováním informací je schopen stanovit hodnotu aktiva.
2. Pokud ocenění sebou nese životní příběh podniku, pak je tento příběh důležitější než čísla.
3. Pokud nám hodnota podniku vychází špatně, není to vždy z důvodu použitých čísel a modelů, ale je to z důvodu tří hlavních úskalí, které oceňování v sobě skrývá:
 - a) Zaujatost
 - b) Nejistota
 - c) Komplexnost

Oceňování lze tedy považovat za individuální tvůrčí proces. Samotný výsledek závisí na mnoha faktorech, jako je poslání ocenění, dostupnost informací, časových možnostech, zkušenostech znalce apod. Hodnotu podniku lze pouze a jenom odhadnout nikoliv přesně určit. Dle Maříka je hodnota podniku „víra v budoucnost vyjádřená v penězích“. Jiní autoři zase tvrdí, že oceňování je mix vědy a umění vcítit se do očekávání trhu. Proto důležitou roli u stanovení hodnoty podniku hraje její obhajitelnost a schopnost podložit získané výsledky. Samotnému ocenění vždy předchází obsáhlá strategická a finanční analýza podniku. Výsledky této analýzy jsou pak použity pro stanovení předpokládaného budoucího vývoje, na němž je celý odhad hodnoty podniku založen.

Cíl práce, metody, předpoklady a omezení

Cílem práce je odhadnout objektivizovanou hodnotu oceňované společnosti k datu 31. prosince 2013. Informace o hodnotě aktiva (podniku) je určena managementu oceňované společnosti. V návaznosti na tento cíl je provedena dekompozice na cíle dílčí:

1. **Vypracování teoretické části**, jejímž cílem je za pomoci dostupné literatury nastudovat a pochopit základy procesu oceňování. Tato část se věnuje především těm částem teorie oceňování, ze kterých později diplomantka vychází v praktické části.
2. **Zpracování analytické části** v rámci, které je nejprve *představena oceňovaná společnost*. Následuje *strategická analýza* a *finanční analýza*. Výsledky těchto dvou klíčových analýz potřebných pro další fáze ocenění jsou shrnuty *pomocí SWOT analýzy*. Součástí této kapitoly je i rozdělení majetku podniku na *provozně potřebný a nepotřebný*. Navazuje *analýza a prognóza generátorů hodnoty*, na jejímž základě, je stanovena *předběžná hodnota oceňované společnosti*.
3. **Sestavení finančního plánu**, který je potřebný pro stanovení hodnoty podniku.
4. **Zpracování návrhu ocenění**, které vychází z informací a dat předešlých kapitol. Tato část obsahuje výpočet diskontní míry a následně stanovení hodnoty společnosti pomocí výnosových metod.
5. **Shrnutí použitých předpokladů platnosti ocenění, jejich změna a následný dopad na konečnou hodnotu společnosti.**

PODKLADY PRO OCENĚNÍ

Ocenění vychází z informací a údajů poskytnutých managementem oceňované společnosti a dále z informací získaných z veřejně dostupných zdrojů v období od 20. června 2014 do 20. ledna 2015.

OBECNÉ PŘEDPOKLADY A OMEZENÍ

Ocenění je vypracováno za následujících předpokladů a omezujících podmínek:

- diplomantka neprovedla žádnou formu auditu ani jiné šetření směřující k potvrzení pravosti, korektnosti a celosti informací poskytnutých managementem společnosti.
- Finanční výkazy společnosti jsou řádně ověřeny auditorem, jehož výrok byl ve všech letech bez výhrad. Diplomantka, tedy předpokládá, že finanční výkazy zobrazují věrně a poctivě hospodaření oceňované společnosti.
- Diplomantka zpracovala ocenění na základě podmínek na trhu v době jeho zpracování a nezohledňuje případné změny na trhu, ke kterým by došlo po odevzdání diplomové práce.
- Z podstaty oceňování vyplývá, že jej nelze považovat za exaktní vědní obor, a že účinné závěry jsou v řadě případů subjektivní a podléhají názoru jednotlivce.
- Ocenění musí být posuzováno jako celek. Hodnocení jednotlivých částí ocenění by mohlo být zkreslující.

VOLBA METODY PRO STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

U tohoto ocenění je díky závěrům ze strategické a finanční analýzy předpokládán princip „going concern“, tedy se předpokládá, že společnost bude pokračovat v provozní činnosti do budoucna a její budoucí fungování není bezprostředně ohroženo. V takovém případě, je nejvhodnější použít metody výnosové. Jako primární metoda pro odhad celkové hodnoty společnosti je zvolena:

- **metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),**
- **metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).**

Pro ověření správnosti předchozích metod je použit přístup založený na tržním srovnání, kde je hodnota podniku odhadována na základě tržních cen nedávných transakcí srovnatelných podniku.

1 Teoretická východiska práce

Pro stanovení hodnoty společnosti je nejprve důležité nastudovat teoretický rámec, tykající se této disciplíny. V této kapitole se diplomantka věnuje především těm částem teorie oceňování, které jsou později použity v praktické části.

1.1 Hodnota podniku

„Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků a věřitelů) převedenými na jejich současnou hodnotu.“¹

U této definice, je třeba si povšimnout výrazu „očekávané budoucí příjmy“. U většiny podniku se při oceňování předpokládá prakticky neomezené trvání. Budoucí příjmy lze však pouze odhadnout, nikoliv „objektivně“ určit. Při ocenění jde pak o to, která prognóza bude považována za věrohodnou. Tato skutečnost vede k závěru, že hodnota podniku není vlastně nic jiného, než víra v budoucnost podniku, která je vyjádřena v penězích.² Dle Maříka a kol. platí pro hodnotu podniku následující:

- Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad oceňovatele.
- Pokud hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit.
- Hodnota se bude odvíjet jednak od účelu ocenění a jednak od subjektu, z jehož hlediska je určována.

1.1.1 Hladiny hodnoty podniku

Podnik může být oceněn na různých hladinách:³

¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 195.

² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 195.

³ SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniky, s. 13.

- **Hodnota brutto (H_b)** – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, zahrnuje tedy hodnotu jak pro vlastníky, tak i pro věřitele. Při aplikaci výnosových metod je v mezinárodní terminologii označována jako hodnota Entity.
- **Hodnota netto (H_n)** – zde se jedná o ocenění podniku na úrovni jejich vlastníků. Jedná se tedy o oceňování vlastního kapitálu. Při aplikaci výnosových metod je v mezinárodní terminologii označována jako hodnota Equity.

1.1.2 Kategorie hodnoty

Kategorie hodnoty plynou dle Maříka a kol. z následujících otázek:

- a) Kolik je ochoten za podnik zaplatit běžný zájemce na trhu? Jaké je tedy **tržní ocenění**?
- b) Jakou má podnik hodnotu z hlediska **konkrétního kupujícího**?
- c) Jakou hodnotu lze považovat za **nejméně spornou**?

Na základě těchto otázek se postupně vyvinuly čtyři základní přístupy k oceňování podniku:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota),
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy.

TRŽNÍ HODNOTA

Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku. ⁴

SUBJEKTIVNÍ HODNOTA (INVESTIČNÍ HODNOTA)

Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se

⁴ International Valuation Standards 2013 (Paragraf 29).

*specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než je hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*⁵

OBJEKTIVIZOVANÁ HODNOTA

Již dříve bylo zmíněno, že objektivní hodnota podniku v podstatě neexistuje. Odhadci proto začali pracovat s pojmem „objektivizovaná“ hodnota. Podle německých oceňovacích standardů⁶ je objektivizovaná hodnota definována takto: *„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby - vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působící na hodnotu podniku“.*

Objektivizovaná hodnota může být tedy odpovědí na otázku: **Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou?** Dle běžně zastoupených názorů by tato hodnota měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Objektivní je evidentně to, co existuje nezávisle na našem vědomí a případně na našem rozhodování. Objektivizaci lze rozumět postup založený na datech, která jsou nezávislá na konkrétním znalci nebo investorovi, a na obecně přijímaných metodách.⁷

KOLÍNSKÁ ŠKOLA

Kolínská škola vychází z toho, že ocenění se modifikuje v závislosti na obecných funkcích. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

⁵ International Valuation Standards 2013 (Paragraf 36).

⁶ IDW – Institut der Wirtschaftsprüfer, německý institut auditorů, který publikuje standardy IDW Standards.

⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 28-29.

- a) funkci poradenskou
- b) funkci rozhodčí
- c) funkci argumentační
- d) funkci komunikační
- e) funkci daňovou.⁸

Těmto funkcím pak odpovídají i odlišné kategorie hodnoty. Za nejdůležitější považuje funkci poradenskou. Smyslem této funkce je poskytnout kupním stranám podklady o:

- **maximální ceně**, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal (mluvíme o hraniční hodnotě kupujícího),
- **minimální ceně**, kterou ještě můžeme prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (mluvíme o hraniční hodnotě prodávajícího).⁹

1.2 Doporučený postup při oceňování podniku

Dle literatury Mařík a kol. je postup při oceňování následující:¹⁰

1. Zpracování strategické a finanční analýzy, pro posouzení celkového stavu podniku, jeho postavení na trhu, jeho konkurenční síly a zejména pro posouzení schopnosti:
 - dlouhodobě přežít,
 - tvořit hodnotu.
2. Na základě prvního bodu, zvolit vhodné metody ocenění.

1.3 Přehled metod pro finanční ocenění

Lze rozlišit následující metody pro oceňování podniku:¹¹

1. **OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY VÝNOSŮ (VÝNOSOVÉ METODY)**
 - Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
 - Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 30.

⁹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 31.

¹⁰ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 36.

¹¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 37.

- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

2. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY TRHU (TRŽNÍ METODY)

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

3. OCENĚNÍ NA ZÁKLADĚ ANALÝZY MAJETKU (MAJETKOVÉ METODY)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

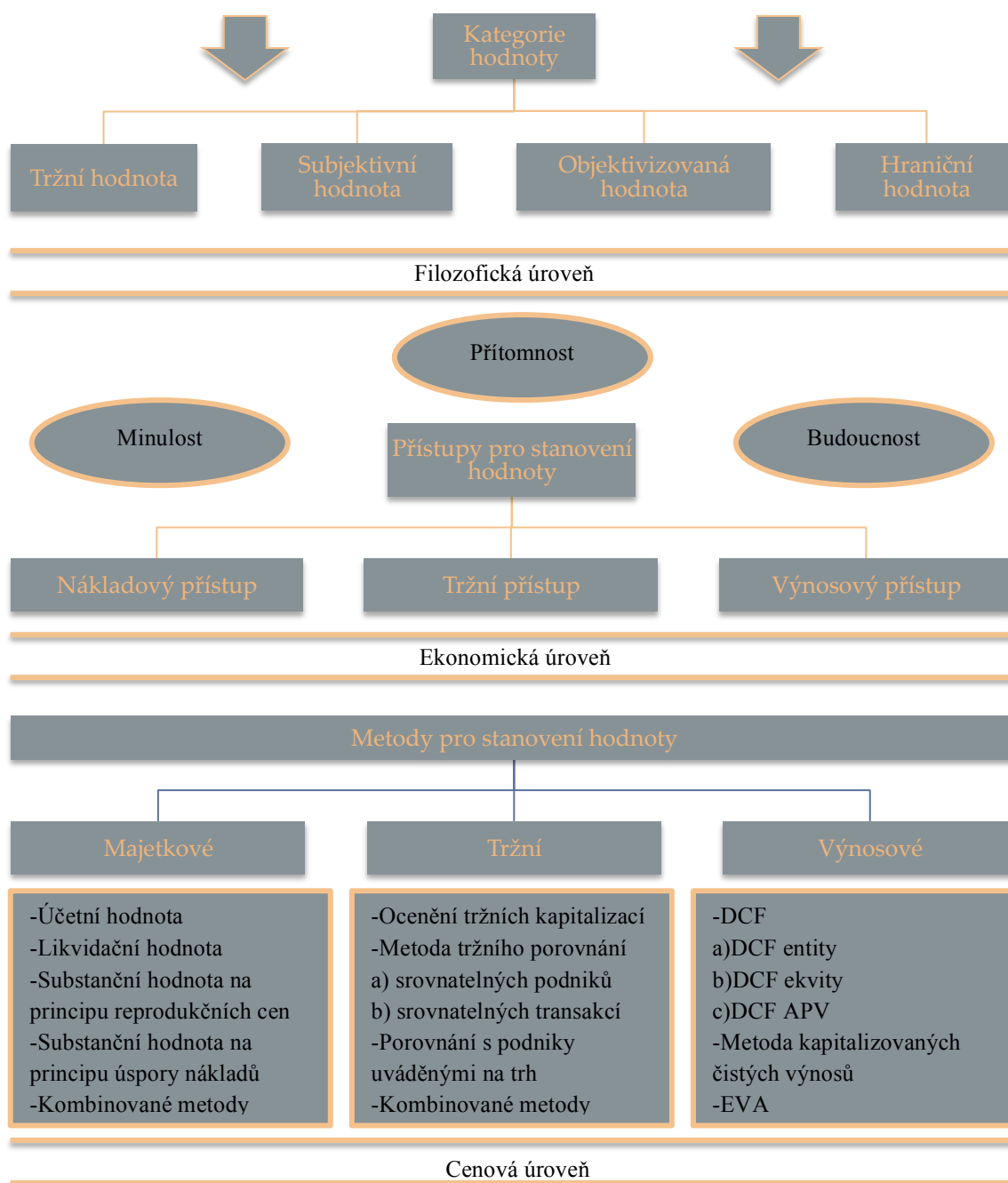
1.4 Shrnutí procesu oceňování

Oceňování podniku lze považovat za uspořádaný individuální tvůrčí proces. Hodnotu v procesu oceňování lze pouze a jenom odhadnout. Názory na objektivitu oceňování jsou velmi odlišné.¹² Dle Damodarana¹³ neznamena ještě komplikovanější metoda lepší výsledek. Dle amerických oceňovacích standardů (Standatrds Rule 9-5, USPAP 2008-2009) je závěrečný výrok o hodnotě podniku výsledkem úsudku oceňovatele a ne nevyhnutelně výsledkem matematického procesu. Dle Saboloviče je oceňování mix vědy a umění vcítit se do očekávání trhu.¹⁴ Přesto, že z výše uvedeného pro oceňování neexistují přesné návody ani vzorce, lze proces oceňování provádět dle rámcových schémat, které jsou však vždy potřeba přizpůsobit, zvažovat a rozvíjet. Možný proces oceňování je uveden na následujícím schématu:

¹² SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniky, s. 23.

¹³ DAMODARAN, A., The little book of valuation, s. 15.

¹⁴ SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniky, s. 23.



Obr. 1 Proces oceňování. Zdroj: Upraveno dle Saboloviče¹⁵

¹⁵ SABOLOVIČ, M., Stanovení hodnoty podniky, s. 23.

1.5 Strategická analýza

Strategická analýza je základním předpokladem pro stanovení hodnoty podniku. Příslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá. Z provedené strategické analýzy vyplývá: ¹⁶

- identifikace základních charakteristických znaků odvětví,
- prognóza vývoje odvětví,
- vývoj podnikových tržeb a tržního podílu společnosti,
- konkurenční síla podniku a obecně perspektivy podniku z dlouhodobého vývoje.

Hlavní funkcí strategické analýzy je tedy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu podniku. Vnější potenciál podniku jsou jeho šance a rizika zatímco vnitřní potenciál se týká toho, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál podniku tvoří tedy jeho silné a slabé stránky. ¹⁷

1.5.1 Postup strategické analýzy

Postup strategické analýzy se může skládat z následujících kroků:

1. Vymezení relevantního trhu, jeho analýza a prognóza (analýza vnějšího potenciálu).
2. Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku.
3. Prognóza tržeb oceňovaného podniku (výsledek dvou předcházejících kroků). ¹⁸

Celá strategická analýza by měla být řádně okomentována a každá skutečnost zdůvodněna. Zároveň by měla brát v úvahu i předpoklady, jiným slovy co se stane, pokud náš výrok ve strategické analýze nebude uskutečněn, jaký dopad to bude mít na konečnou hodnotu podniku. Rozhodně by se oceňovatel neměl omezit pouze na strohé konstatování typu: předpoklad je, že tržby porostou n % ročně.

¹⁶ KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku, s. 32.

¹⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 56.

¹⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 58.

1.6 Finanční analýza

Nedílnou součástí prací při oceňování podniku je finanční analýza. Její funkcí je poskytnout:

1. Informaci o finančním zdraví podniku.
2. Vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová metoda.¹⁹

Oceňovatel musí z finanční analýzy vyvodit závěry, které se promítnou do ocenění, a to především v těchto směrech:

- Měl by z finančního hlediska doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy.
- Doplnit podklady pro stanovení rizika podniku, pokud ve finančním hospodaření podniku najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti.²⁰

1.6.1 Postup finanční analýzy

Postup finanční analýzy v rámci ocenění může být shrnut do následujících kroků:

1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních údajů.
2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů.
3. Provedení analýzy poměrových ukazatelů.
4. Zpracování souhrnného zhodnocení finanční situace podniku.

Poměrových ukazatelů existuje celá řada, proto při jejich analýze je důležité vybrat jen ty, které mají význam pro ocenění podniku. V praktické části, je použito uspořádání které vychází z požadavků na vedení podniku. Prvním požadavkem je „udržet podnik při životě“. Přežití nás bude zajímat především v rámci bezprostřední budoucnosti. Zajímá nás tedy ukazatel **krátkodobá likvidita**. Druhým požadavkem je „schopnost podniku hradit dlouhodobé závazky“. Zde nás tedy zajímají ukazatelé vypovídající o **dlouhodobé finanční rovnováze**.

¹⁹ KISLINGEROVÁ, E., Oceňování podniku, s. 39.

²⁰ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 97.

Jsou- li oba dva předchozí požadavky splněny, zajímá nás výnosnost podniku. Tu měříme **ukazateli rentability**.

1.7 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná

Rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná je založeno na předpokladu, že oceňovaný podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen a pro které potřebuje aktiva v určité velikosti. Tato aktiva nezbytná pro hlavní podnikání (core business) se označují jako **aktiva provozně nutná**. Všechna ostatní aktiva jsou označována jako **aktiva provozně nenutná**.

Podle literatury Mařík a kol.²¹ hlavními důvody pro toto rozčlenění jsou následující:

- Část majetku nemusí být vůbec využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen minimální příjmy. Jedná se např. o nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně nutném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevypílející dividendy atd. Pak může dojít k tomu, že ocenění tohoto majetku pomocí výnosových metod, povede k jeho podcenění, nebo tento majetek, ačkoliv hodnotu má, nebude oceněn vůbec.
- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy generují, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.
- Třetím důvodem je, že k ocenění obou skupin aktiv budeme přistupovat rozdílně. Provozně potřebná aktiva budeme například oceňovat výnosovými metodami, provozně nepotřebná aktiva, budeme oceňovat odděleně od majetku provozního jinými metodami např. metodami majetkovými. Hodnota neprovozních aktiv se poté přičítá k hodnotě provozní části podniku.

Mezi nejčastěji zařazované neprovozní aktiva patří např. majetkové a dluhové cenné papíry k obchodování, podíly v ovládaných a řízených osobách, podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem, nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku, pohledávky nesouvisející s hlavní činností podniku a další. Vymezení

²¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 119.

provozně nutných a nenutných aktiv závisí vždy na konkrétním podniku, a proto u každého podniku může být rozdělení odlišné.

1.8 Provozně nutný investovaný kapitál

Po rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná, je důležité vyčíslit pro minulé roky i kapitál investovaný do aktiv provozně nutných. Tento vyčíslený kapitál nazýváme provozně nutný investovaný kapitál. Provozně nutný investovaný kapitál je jedna z nejdůležitějších veličin, která bude sloužit pro další propočty při oceňování podniku. Propočet provozně nutného investovaného kapitálu vychází z rozvahy podniku. Jedná se v podstatě o bilanční sumu, která je upravena ve dvou směrech:²²

- Z aktiv jsou vyřazeny ty položky, které jsou provozně nepotřebné.
- Oběžná aktiva jsou snížena o neúročené závazky. Po této úpravě pak dále pracujeme s nikoli s oběžnými aktivy, ale s **upraveným pracovním kapitálem**, přičemž za součást tohoto pracovního kapitálu se považují i ostatní aktiva (přičítají se) a ostatní pasiva (odečítají se).

Provozně nutný investovaný kapitál, pak získáme jako součet **provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného úpravného u pracovního kapitálu**.²³

Termín provozně nutný upravený kapitál je totéž, co čistý pracovní kapitál. V práci je používán termín dle literatury Mařík a to provozně nutný upravený kapitál.

1.9 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Pokud byly v podniku nalezeny aktiva neprovozního charakteru, pak je potřeba zjistit, zda s nimi nejsou spojené nějaké náklady nebo výnosy. Pokud ano, je třeba tyto výnosy či náklady z výsledku hospodaření vyloučit. Za východisko úprav je nejvýhodnější použít přímo provozní výsledek hospodaření. Mezi nejtypičtější příklady položek, které je třeba z provozního výsledku hospodaření vyloučit patří:

²² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 122-123.

²³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 123.

- Tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu.
- Odpisy budov nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání a další významnější náklady spojené s neprovozním majetkem.²⁴

Naopak je třeba k provoznímu výsledku hospodaření přidat finanční výnosy a náklady spojené s provozními aktivy. Jedná se například o tyto případy:

- Výnosy z cenných papírů v případě, že bychom se rozhodli v provozně potřebném majetku tyto cenné papíry ponechat.
- Případně některé finanční náklady, pokud by souvisely s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný.²⁵

Takto upravený provozní výsledek hospodaření je nazýván jako korigovaný provozní výsledek hospodaření (dále jen KPVH). **Tento KPVH je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.** Prognózované hodnoty korigovaného výsledku hospodaření jsou další důležitým východiskem pro další výpočty při oceňování podniku výnosovými metodami.²⁶

1.10 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Analýza a prognóza generátorů hodnoty je jednou ze zásadních činností při stanovení hodnoty podniku, která tvoří základ pro sestavení finančního plánu. Generátory hodnoty (value drivers) se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.²⁷ Při sestavování finančního plánu společnosti pomocí generátorů hodnoty pracujeme s těmito základními generátory hodnoty:

1. TRŽBY (OBRAT) A JEJICH RŮST

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Tato prognóza může být v této části korigována. Korekce může vyplynout především z úvah o

²⁴ Viz. 23.

²⁵ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 123.

²⁶ Viz. 25.

²⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 125.

potřebných investicích, jejich financování a rychlosti, se kterou jsou uváděny do provozu. V této fázi, ale již předpokládáme, že máme k dispozici první představu o tržbách.²⁸

2. PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE

Tato marže je definována jako poměr:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Prognózu ziskové marže lze spočítat dvěma postupy²⁹

a) Prognóza ziskové marže shora

Tento postup vychází z vývoje ziskové marže za minulost a na něj navazuje zdůvodněný vývoj budoucnosti. Nejprve vypočítáme KPVH a z něho odvozenou ziskovou marži za minulé roky. Minulou ziskovou marži podrobíme analýze. Na základě provedené analýzy odhadneme jak se bude zisková marže vyvíjet do budoucnosti. Dopočítáme KPVH v budoucích letech jako součin již dříve na prognózovaných tržeb a odhadnuté ziskové marže.

b) Prognóza ziskové marže zdola

Zde nejprve sestavíme prognózu hlavních provozních nákladových položek. Prognózu doplníme o méně významné provozní nákladové položky a popřípadě i výnosy. Dopočítáme KPVH jako rozdíl provozních výnosů a nákladů. Z tohoto zisku a tržeb můžeme dopočítat ziskovou marži.

3. PRACOVNÍ KAPITÁL

Pracovní kapitál jako další generátor hodnoty, pro účely ocenění podle literatury Mařík obsahuje dvě základní modifikace oproti běžně používaném pracovním kapitálu ve finanční analýze. Jedná se o následující modifikace:³⁰

²⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 126.

²⁹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 127.

³⁰ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 132.

- a) Od běžných aktiv odečítáme neúročený cizí kapitál. V praxi to znamená, že se odečítají krátkodobé závazky, ale neodečítají se běžné bankovní úvěry. Výpočet upraveného pracovního kapitálu je pak následující:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finanční majetek} \\ & + \text{Zásoby} \\ & + \text{Pohledávky} \\ & - \text{Neúročené závazky} \\ & + \text{Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)} \\ & - \text{Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)} \\ & = \textbf{PRACOVNÍ KAPITÁL} \end{aligned}$$

- b) Započítáváme všechny uvedené veličiny jen v rozsahu provozně nutném. Například, do krátkodobého finančního majetku, se započítávají pouze peněžní prostředky, které jsou potřebné pro hladký chod podniku. Výši této položky můžeme určit například ze žádoucí výše ukazatele likvidity:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobé neúročené závazky}}$$

Provozně nutné peněžní prostředky pak určíme jako součin výše okamžité likvidity a krátkodobých závazků. Ostatní peněžní prostředky započteme do ocenění až později jako majetek, který není provozně nutný a který tedy oceňujeme zvlášť.

4. INVESTICE DO DLOUHODOBÉHO MAJETKU

Jedná se pouze o investice do dlouhodobého majetku, který je provozně nutný. Prof. Mařík rozlišuje tři přístupy k plánování investiční náročnosti.³¹

³¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 136.

1) Globální přístup

Tento přístup je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter. Postup vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. **Koeficient náročnosti tržeb na investice brutto (k_{DMb})** má tvar:

$$k_{DMb} = \frac{\text{Investice brutto do provozně nutného DM}}{\text{Tržby}}$$

V úvahu přichází i použití jiného výpočtu koeficientu a to jako **prostého podílu DM na tržbách (k_{DM})**:

$$k_{DM} = \frac{\text{Provozně nutný DM}}{\text{Tržby}}$$

Doplňkově lze použít i **koeficient náročnosti růstu tržeb na investice netto (k_{DMn})**:

$$k_{DMn} = \frac{\Delta \text{provozně nutného DM}}{\Delta \text{tržeb}}$$

2) Přístup podle hlavních položek

Tento přístup je zpravidla použitelný pro nejbližší léta a vychází z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnující především jednotlivé akce a projekty. Pokud se tyto plány opírají o reálné výhledy podnikových výkonů, mohou být hlavním zdrojem pro oceňovatele.

3) Přístup založený na odpisech

Plány investic je možné kontrolovat relací k odpisům. Vycházíme zde z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, budou sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu podniku.

1.11 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Generátory hodnoty lze přímo použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku. Toto ocenění je založeno na principu peněžních toků. Při použití následujícího označení: ³²

X	- velikost tržeb za zboží a vlastní služby
g	- tempo růstu tržeb
r_{ZPx}	- provozní zisková marže propočtená z KVH
d	- sazba daně z KVH
k_{WC}	- koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
k_{DMn}	- koeficient náročnosti růstu tržeb na růst DM
t	- rok,

pak můžeme vyjádřit volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky:

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{1-t} * g * (k_{WC} + k_{DMn}), tj.:$$
$$FCF_t = \text{Korig. provozní zisk po dani} - \text{Přírůstek pracovního kapitálu a DM}$$

Smyslem výše uvedené rovnice je soustředit pozornost na klíčové veličiny ocenění, kterými jsou *tempo růstu g , zisková marže a náročnost na investice do DM a pracovního kapitálu*. V první fázi oceňování je možné na základě strategické analýzy a analýzy minulého vývoje generátorů hodnoty odhadnout průměrné hodnoty generátorů hodnoty a tak modelovat pravděpodobné rozpětí výnosové hodnoty podniku. Pro odhad výnosové hodnoty podniku jako celku (H_b) lze použít následující vzorec: ³³

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{1-t} * g * (k_{WC} + k_{DMn})}{(i_k - g)}$$

1.12 Sestavení finančního plánu

Analýzy a prognóza generátorů hodnoty, je základním východiskem pro finanční plán. Předchozí krok nám pomohl naplánovat stěžejní položky hlavního provozu podniku,

³² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 147.

³³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 147.

které budou zásadním způsobem ovlivňovat jeho hodnotu. Jedná se o následující položky:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk.
- Plánovaná výše nákladových položek.
- Plánovaná výše pohledávek, zásob, závazku.
- Výchozí prognóza investic do DM³⁴

Tyto položky budou tvořit základ pro finanční plán. Aby oceňovatel mohl sestavit kompletní výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků musí základ doplnit o:

1. **Plán financování** (obsahuje např. splátky úvěru, přijímání nových úvěrů, potřebné navýšení vlastního kapitálu).
2. **Plánované hodnoty méně významných položek** (tyto položky již nemají na výsledné ocenění zásadní vliv, jedná se např. o méně významné výnosové a nákladové položky, pohledávky a závazky apod., které se však pravidelně opakují. Vzhledem k menšímu významu těchto položek, jsou použity jednodušší způsoby jejich prognózy).
3. **Položky nesouvisející s hlavním provozem podniku** (jedná se např. o plán odprodeje nepotřebného majetku a z toho plynoucí zisku z prodeje majetku, investice do cenných papírů, v případě, že z finančního plánu vyplynou peněžní prostředky apod.).
4. **Výplaty dividend nebo podílů na zisku.**
5. **Formální dopočty** (je potřebné např. dopočítat celkové peněžní toky, nerozdělený zisk nebo ziskové fondy pro sestavení rozvahy, výši dlouhodobého majetku ke konci každého roku atd.).³⁵

Podle literatury³⁶ existují následující metody finančního plánování:

³⁴ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 150.

³⁵ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 150-151.

³⁶ GRÜNWALD, R., HOLEČKOVÁ, J. Finanční analýza a plánování podniku. s. 244 – 245.

- 1) Metoda procentního podílu z tržeb – v plánu peněžních toků se podíl závisle proměnných na tržbách nemění.
- 2) Metoda úměrnosti podle vývoje tržeb – závisle proměnné se vyvíjí přímo podle úměrnosti dle vývoje tržeb.

1.13 Ocenění na základě analýzy výnosů

Tato skupina metod vychází z poznatku, že hodnota podniku je určena očekávanými výnosy. Z hlediska teorie je nejsprávnější za tyto výnosy považovat peněžní příjmy plynoucí z oceňovaného podniku jeho držiteli. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jak jsou výnosy chápány, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinace metod výnosového ocenění s oceněním majetkovým.³⁷

1.13.1 Metoda diskontovaného cash flow

Tato metoda má svůj původ v anglosaských zemích. Vychází z toho, že investor měří budoucí užitky z podniku peněžními toky. Peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z podniku. Existuje několik variant metody DCF, a to v závislosti na tom, z pohledu jakého investora do podnikového kapitálu jsou tyto peněžní toky chápány.³⁸ Mezi základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF patří:

- METODA ENTITY, FCFF (free cash flow to firm – entity)
- METODA EQUITY, FCFE (free cash flow to equity)

³⁷ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 163.

³⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku pro pokročilé, s. 163.

V prvním případě (FCFF entity) se jedná o metodu, která pracuje s volnými hotovostními toky směrem k **vlastníkům i věřitelům kapitálu**. Jedná se zde o tzv. **brutto hodnotu podniku** (H_b), kde se při stanovení nákladů kapitálu používá známá technika průměrných vážených nákladů na kapitál. V tomto pojetí se tedy stanovuje hodnota vlastního jmění a cizího kapitálu dohromady.³⁹

V druhém případě (FCFE) jsou brány v úvahu pouze volné hotovostní toky směrem k vlastníkům kapitálu. V tomto případě se pak jedná o tzv. **netto hodnotu podniku** (H_n), kde náklady kapitálu jsou pouze náklady vlastního kapitálu (equity). V tomto pojetí je tedy hodnota podniku oceněna pouze z pohledu vlastníků kapitálu.⁴⁰

V praktické části této práce, je podnik oceněn na základě metody FCFF entity, proto tato metoda je v následující kapitole popsána podrobněji.

1.13.1.1 Volný peněžní tok

Jak již bylo řečeno výše, volné peněžní toky představují toky, které plynou jak vlastníkům, tak věřitelům. Výpočet těchto volných peněžních toků je následující:

	Korigovaný provozní výsledek po dani (KPVH)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období
-	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
-	<u>Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku</u>
=	Volný peněžní tok (FCF)

Investice pro výpočet FCFF

Měly by být prováděny jen ty investice do podnikové činnosti, které slibují kladnou čistou současnou hodnotu. Investice uvedené ve schématu výše pro výpočet FCFF jsou myšleny jako **investice brutto**, tj. jako veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda

³⁹ PETŘÍK, T., Ekonomické a finanční řízení firmy. s. 304.

⁴⁰ Viz. 39.

slouží k nahrazení stávajícího majetku, nebo zde se jedná o investice rozšiřovací. Investice, které jsou rozšiřovací označuje jako **investice netto**.⁴¹

$$Investice\ brutto = Odpisy + Investice\ netto$$

Kde odpisy pak představují obnovu majetku a zbytek tvoří investice netto. Investice netto mohou být i záporné, pokud se v daném roce investuje méně než je činní roční výše odpisů. Investice potřebné pro výpočet volného peněžního toku pak zjistíme z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu (kap. 1.8). Pro výpočet investic můžeme použít následující vztahy:⁴²

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$
$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde: $I_{netto\ t}, I_{brutto\ t}$ = investice do provozně nutného investovaného kapitálu v roce t

K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t

O_t = odpisy v roce t

Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, kterými přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku.⁴³

1. URČÍME CELKOVOU HODNOTU PODNIKU

Celkovou hodnotou budeme rozumět výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku.⁴⁴

2. VYPOČÍTÁME VÝNOSOVOU HODNOTU VLASTNÍHO KAPITÁLU

Celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Poté přičteme hodnotu neprovozních aktiv opět k datu ocenění.⁴⁵ Hodnotu podniku jako celku (H_b) určíme pomocí následující rovnice:

⁴¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 175.

⁴² Viz. 41.

⁴³ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 177.

⁴⁴ Viz. 43.

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaný úroková míra (diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence

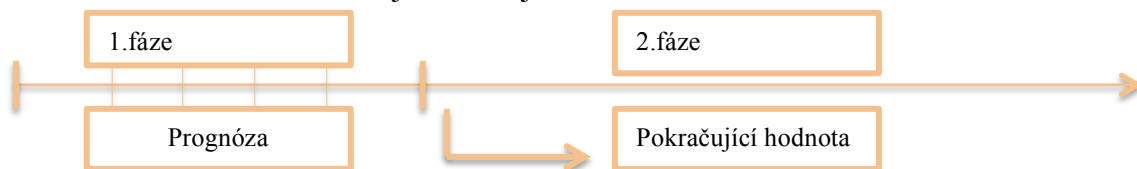
V praxi ovšem pracuje s předpokladem „going concern“. Protože, nekonečno je ale přeci jen dlouhá doba, odborná literatura odpovídá za tento problém dvěma návrhy řešení:

- standardní dvoufázová metoda,
- metody založené na odhadu průměrných temp růstu.⁴⁶

Teoreticky bude popsána jen první metoda, protože ta se v praxi používá nejčastěji.

DVOUFÁZOVÁ METODA

Metoda vychází z představy, že budoucí období, lze rozdělit na dvě fáze. První fáze obsahuje období, pro které je oceňovatel schopný zpracovat prognózu volného peněžního toku. Dále oceňovatel není schopen odhadnou Cash Flow, a proto provede takový odhad budoucích Cash Flow, který se zastaví někde v budoucnu a pak vypočte tzv. konečnou hodnotu (terminal value), která odráží hodnotu firmy právě v tomto bodě.⁴⁷ Tento postup se označuje jako druhá fáze, která tedy zahrnuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku druhé fáze se označuje jako tzv. **pokračující hodnota** (continuing value, někdy také právě terminal value). Dvoufázovou metodu znázorňuje následující obrázek:⁴⁸



Obr. 2 Dvoufázová metody. Zdroj: Zpracováno dle Mařík⁴⁹

⁴⁵ Viz. 43.

⁴⁶ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 178.

⁴⁷ DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation, s. 143.

⁴⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 178.

Hodnota podniku se pak dle dvoufázové metody vypočítá jako:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

Kde: T = délka první fáze

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni WACC

Výpočet pokračující hodnoty

Mezi nejčastější způsoby výpočtu pokračující hodnoty patří:

- a) Gordonův vzorec
- b) Parametrický vzorec

Gordonův vzorec (model stabilního růstu):

Pokud předpokládáme, že volný peněžní tok ve druhé fázi bude mít stabilní a trvalý růst, pak můžeme pokračující hodnotu odhadnout následovně:⁵⁰

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu

g = předpokládané tempo růstu FCF do nekonečna

Podmínkou platnosti vzorce je, aby bylo $i_k > g$.

Parametrický vzorec⁵¹

Vzorec pracuje s dvěma základními generátory hodnoty:

⁴⁹ Viz. 48.

⁵⁰ DAMODARAN, A., Damodaran on Valuation, s. 144.

⁵¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 186.

- **tempo růstu** korigovaných provozních výsledků hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně
- **očekávaná rentabilita nových investic** (r_I)

Rentabilita čistých investic se vypočítá:

$$r_I = \frac{\text{Přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přísůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

Model pro pokračující hodnotu má pak následující tvar:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{r_I})}{i_k - g}$$

kde: $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

1.13.2 Diskontní míra pro metodu DCF

Volba postupu stanovení nákladů kapitálu při výnosovém ocenění závisí na tom, pro které investory plynou výnosy, které zvolenými náklady kapitálu budeme investovat, to znamená, že volba se odvíjí od druhu metod pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF (kap. 1.13.1):

- U metody FCFF se používá diskontní míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC).
- U metody FCFE se používá diskontní míra pouze na úrovni nákladů na vlastní kapitál.⁵²

PRŮMĚRNÉ VÁŽENÉ NÁKLADY KAPITÁLU (WACC)

Průměrné vážené náklady kapitálu obsahují výpočet jak nákladů vlastního kapitálu, tak nákladů cizího kapitálu. Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK}(1 - d) + \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}$$

⁵² MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 26.

Kde: n_{CK} = náklady na cizí kapitál
 d = sazba daně z příjmu
 CK = **tržní hodnota** cizího kapitálu vloženého do podniku (jen úročený)
 $n_{VK(Z)}$ = náklady na vlastní kapitál
 VK = **tržní hodnota** vlastního kapitálu
 K = Celkový kapitál, součet vlastního a cizího

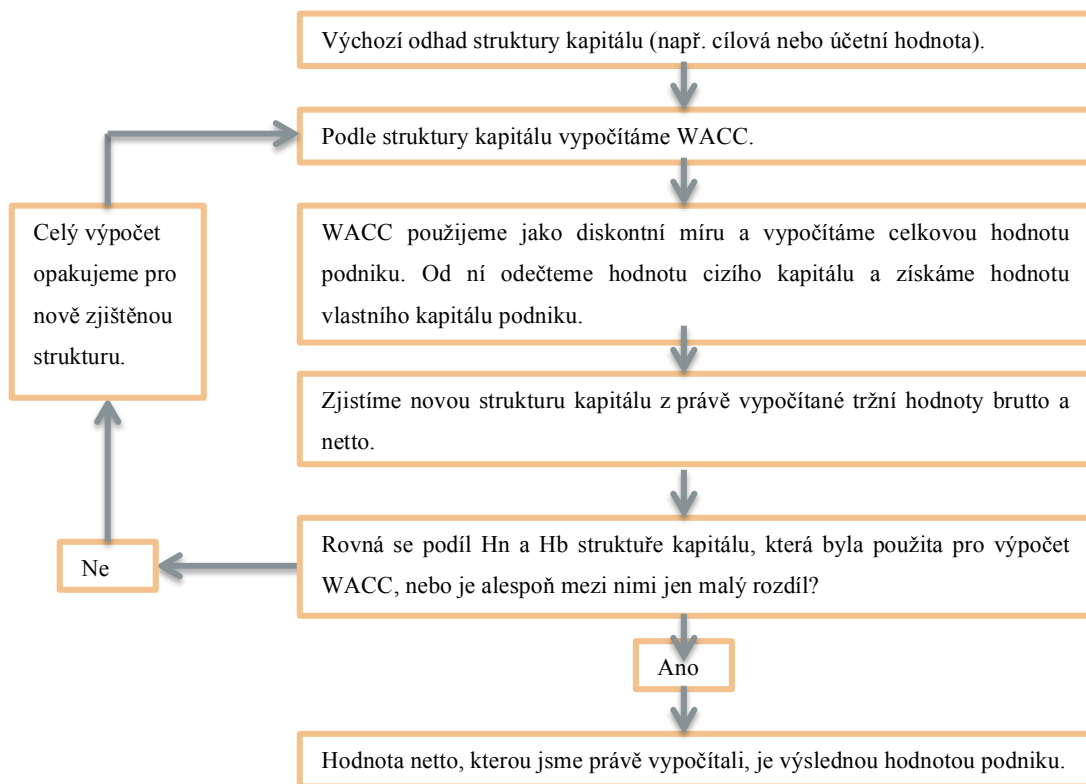
Postup při výpočtu nákladů celkového kapitálu lze rozdělit do tří hlavních kroků:

1. vymezení kapitálové struktury
2. kalkulace nákladů na cizí kapitál
3. odhadnutí nákladů na vlastní kapitál

1. KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PRO DISKONTNÍ MÍRU

V prvním kroku výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu je potřeba stanovit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Je třeba zdůraznit, že kapitálovou strukturu počítáme na základě tržních hodnot, a nikoliv účetních hodnot. Někdy je však možné se setkat s názorem, že lze použít i účetní hodnoty a to například tehdy, když podnik má pouze úvěry a jeho akcie nejsou obchodovány. Účetní a tržní hodnoty se však mohou významně lišit. Pak se bude odlišovat i kapitálová struktura a odhad průměrných vážených nákladů kapitálu. Použití tržních hodnot způsobuje tedy značné problémy. Jedná se především o problém cirkulační, kdy vyžadujeme do výpočtu dosadit tržní ocenění kapitálu, tedy včetně tržní hodnoty vlastního kapitálu. Hodnota vlastního kapitálu je však závěrečnou metou našeho snažení. Tento problém, lze řešit iterační postupy.⁵³ Princip tohoto postupu znázorňuje obrázek č. 3:

⁵³ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 29-30.



Obr. 3 Schéma postupu při iteračním výpočtu kapitálové struktury. Zdroj: Zpracováno dle Mařík⁵⁴

2. KALKULACE NÁKLADŮ NA CIZÍ KAPITÁL

Pro dluhopisy se za náklady cizího kapitálu zpravidla dosazuje výnosnost těchto dluhopisů ve formě výnosu do doby splatnosti. Jsou-li obchodované na trhu, je možné výnos do doby splatnosti stanovit přímo z tržních dat daného dluhopisu, v opačném případě je ho nutné odhadnout například pomocí ratingu oceňovaného podniku. Co se týče úvěrů, používá se nejvíce faktická úroková míra placená podnikem bance z těchto úvěrů. Tento přístup můžeme použít pouze za předpokladu že: ⁵⁵

- se jedná o velmi solventní firmu
- že úvěr byl přijat nedávno a odráží tedy současné podmínky
- že se podmínky výrazně neliší od standardních podmínek pro obdobné úvěry na trhu

⁵⁴ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 211.

⁵⁵ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 75.

- že lze vypočítat efektivní úrok.

Další položky u kterých je potřeba stanovit náklady na cizí kapitál jsou např. leasingy, půjčky od jiných podniků apod. Stanovení nákladů u těchto položek by mělo být vždy provedeno principem efektivní úrokové míry na principu vnitřního výnosového procenta.⁵⁶

3. ODHADNUTÍ NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL

Náklady na vlastní kapitál jsou dány **výnosovým očekáváním příslušných investorů**. Výnosové očekávání je potřeba odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s ohledem na riziko. Problém však nastává, když chceme zjistit, kolik vlastní kapitál stojí. Metod k řešení tohoto problému existuje celá řada.⁵⁷

Úkolem této práce je stanovit objektivizovanou hodnotu podniku. U této hodnoty se nejčastěji používá pro zjištění nákladů na vlastní kapitál model CAPM. Proto je v teoretické části zaměřeno pouze na tento model a jeho modifikace. Pro podrobnější popsání dalších metod doporučuji opět literaturu Maříková, Mařík – Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku.

Model oceňování kapitálových aktiv – CAPM

Pro tento model se často používá zkratka CAPM, která znamená Capital Asset Pricing Model. Mezi podstatné prvky tohoto modelu CAPM patří **přímka cenných papírů**, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávaného *bezrizikové výnosu* a od *prémie za tržní riziko*. Podle tohoto vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru X platí:

$$E(R_x) = r_f + [E(R_m) - r_f] \cdot \beta_x$$

kde: $E(R_A)$ = střední očekávaná výnosnost cenného papíru X

r_f = bezriziková výnosnost

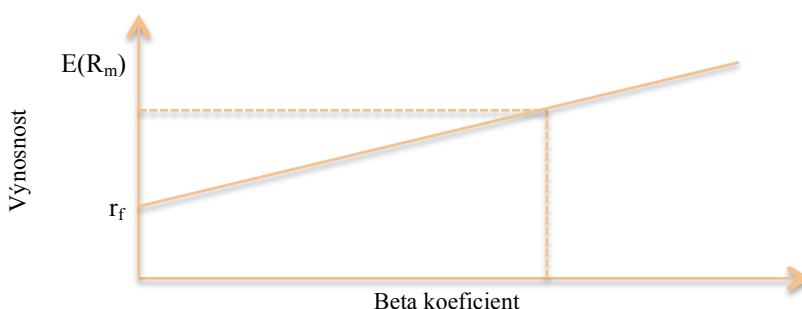
$E(R_m)$ = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

⁵⁶ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 75.

⁵⁷ MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku, s. 76-77.

β_x = koeficient beta cenného papíru X

Zde je nutné si uvědomit, že právě výnosnost z cenného papíru (akcie) je z pohledu podniku nákladem vlastního kapitálu. Očekávaná výnosnost akcie tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a koeficientu β_x , přičemž koeficient β_x je jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Následující vztah lze znázornit i graficky na následujícím obrázku:



Obr. 4 Přímka cenných papírů. Zdroj. Převzato z Mařík⁵⁸

Parametr beta vyjadřuje sklon přímky cenných papírů, který vyjadřuje vztah mezi jednotkovým rizikem a jednotkovou výnosností. Tento vztah lze vyjádřit následovně:

$$B_x = K_{xm} \cdot \frac{S_x}{S_m}$$

kde: K_{xm} = koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti papíru X a tržního portfolia m

S_x = riziko papíru X, vyjádřené směrodatnou odchylkou

S_m = riziko tržního portfolia m , vyjádřené směrodatnou odchylkou

1.13.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (Economic Value Added - EVA) je finanční ukazatel, který lze vymezit jako rozdíl mezi čistým provozním ziskem a kapitálovými náklady. Základním principem tohoto ukazatele je, že měří ekonomický zisk.

⁵⁸ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 217.

je dosažen tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu. Pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk (který je snížen o úroky jako náklady cizího kapitálu), vykazuje též ekonomický zisk, ale jen v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.⁵⁹

Vzorec pro výpočet ukazatele EVA má následující tvar:

$$EVA = EBIT \cdot (1 - t) - C \cdot WACC$$

kde: $EBIT$ = provozní zisk před úroky a zdaněním

t = sazba daně z příjmu

C = dlouhodobě investovaný kapitál

$WACC$ = průměrné vážené náklady na kapitál

Zápis výpočtu lze vyjádřit i takto:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC$$

kde: $NOPAT$ = zisk z hlavního provozu podniku po dani

Za úspěšný je považován ten podnik, jehož $EVA > 0$. V tomto případě totiž dosahuje vyšší výnosnosti investovaného kapitálu, než činily náklady spojené s jeho užitím. Jestliže $EVA = 0$, pak efektivnost investovaného kapitálu je rovna průměrným nákladům na kapitál. Pokud je $EVA < 0$, pak dochází k úbytku majetku akcionářů, protože výnosnost investovaného kapitálu je menší než náklady na cizí kapitál.⁶⁰

EVA jako nástroj ocenění

Stejně tak, jako metoda DCF rozlišuje varianty výpočtu na DCF equity a DCF entity i zde u ocenění pomocí EVA se rozlišuje mezi metodou EVA entity a EVA equity. V této části teorie bude popsána pouze varianta entity. Základní schéma pro tuto variantu výpočtu metody EVA je stejné, jako u metody DCF:⁶¹

⁵⁹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 283.

⁶⁰ REŽŇÁKOVÁ, M. Finanční management, s. 21.

⁶¹ MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 295.

$$\begin{aligned}
& \text{Tržní hodnota provozně potřebných aktiv} \\
& + \text{Tržní hodnota neoperačních aktiv} \\
& - \text{Tržní hodnota úročených závazků} \\
& = \text{Tržní hodnota vlastního kapitálu}
\end{aligned}$$

V prvním kroku je nejprve vypočítána hodnota aktiv, tj. hodnota pro vlastníky i věřitele a poté odečtením hodnoty cizího kapitálu je získáno ocenění podniku pouze pro vlastníky (hodnota netto). Hodnota provozně potřebných aktiv je při této metodě dána součtem:

$$\begin{aligned}
& \text{Čistá provozně nutná aktiva (net operating assets – NOA)} \\
& + \text{Tržní přidaná hodnota (MVA)} \\
& = \text{Tržní hodnota provozně potřebných aktiv}
\end{aligned}$$

Tržní přidaná hodnota (MVA) je pak současná hodnota budoucích EVA. MVA je v podstatě jakýsi provozní goodwill. Vztah mezi EVA a MVA vyjadřuje následující výrok: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který reflektuje očekávání trhu ohledně vyhlídek společnosti.⁶² MVA lze zjistit dvěma způsoby:

1. Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento způsob lze použít pouze u obchodovatelných akciových společností.
2. Ex ante jako současnou hodnotu budoucích EVA.⁶³

Pro výpočet hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA opět volíme dvoufázovou metodu. Obecný postup výpočtu hodnoty podniku má následující tvar:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0$$

⁶² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 296.

⁶³ Viz. 62.

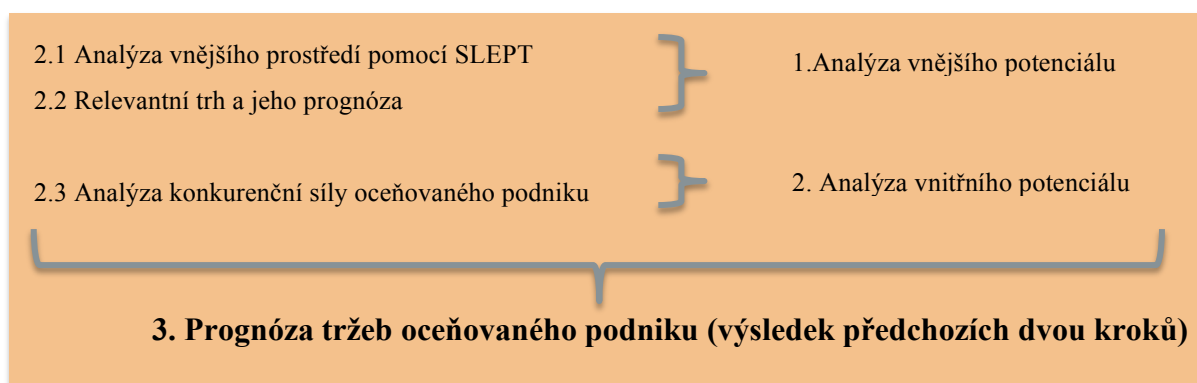
kde: H_n	= hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)
EVA_t	= EVA v roce t
NOA_0	= čistá operační aktiva k datu ocenění
NOA_{t-1}	= čistá operační aktiva ke konci předchozího roku
$NOPAT_t$	= operační výsledek hospodaření pod dani v roce t
T	= počet let explicitně plánovaných EVA
$WACC$	= průměrné vážené náklady na kapitál
D_0	= hodnota úročených dluhů k datu ocenění
A_0	= ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

3 Strategická analýza

Strategická analýza oceňované společnosti, je jednou z nejdůležitějších částí procesu oceňování. Tato část, tvoří základnu, ze které vychází další fáze ocenění. Inspirace pro vymezení, strukturu a postup strategické analýzy je čerpána z literatury od pana profesora Maříka – Metody oceňování podniku.

Hlavním cílem této kapitoly je odhadnout vývoj tržeb oceňované společnosti v návaznosti na vývoj a analýzu trhu telekomunikací. Dále identifikovat rizika (hrozby) a příležitosti, které by mohly mít na vývoj tržeb vliv a které se by se mohly později promítnout do diskontní míry jako faktor rizika

POSTUP STRATEGICKÉ ANALÝZY:



3.1 Analýza vnějšího prostředí – SLEPT analýza

Pro analýzu vnějšího prostředí je využita SLEPT analýza, která rozděluje vlivy makro okolí do 5 základních skupin, tj. sociální, legislativní, ekonomické, politické a technologické. Celá analýza je zaměřena na významné faktory, změny a události, které ať už přímo či nepřímo ovlivňují trh telekomunikací. Závěrem této kapitoly je tabulka, shrnující hlavní příležitosti a hrozby, které pro společnost z trhu vyplývají.

SOCIÁLNÍ A SPOLEČENSKÉ FAKTORY

Internet, stejně jako elektřinu či dopravní cesty, lze v současné době považovat za jednu ze základních veřejných infrastruktur nepostradatelných pro plnohodnotné fungování společnosti. Internetová infrastruktura je základním stavebním prvkem většiny

informačních technologií a informační společnosti jako celku. Internet je tedy skutečným fenoménem dnešní doby.⁷⁴

V České Republice využívá internet mnoho subjektů od veřejné zprávy, zdravotnictví, soukromých společností až po jednotlivce a domácnosti. Pro účely ocenění podniku se práce zabývá právě domácnostmi, protože to je trh, kde se oceňovaná společnost pohybuje. Domácnosti společnosti tvoří největší podíl na tržbách a současně nová strategie společnosti na příští období se zaměřuje pouze na trh domácností.

Sociální a společenské faktory popisují kolik lidí v domácnostech v České Republice je připojeno k internetu, jaký typ technologie internetu využívají, jakého jsou pohlaví, jak jsou staří, jaké mají nejvyšší dosažené vzdělání a jaký je trend růstu internetové populace. Všechny tyto faktory ovlivňují trh s internetem a každý kdo se zabývá oceněním telekomunikačního podniku, by měl tyto základní sociální a společenské faktory brát na zřetel.

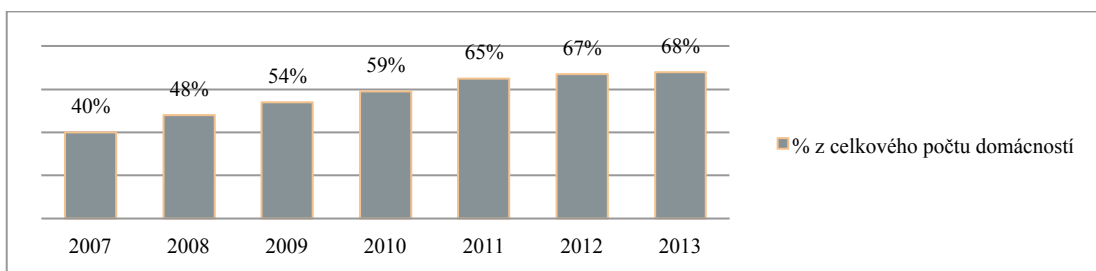
Analýza se zaměřuje především na využívání internetu, protože všechny produkty, které společnost nabízí jsou na něm závislé. V menší míře se zaměřuje na využívání digitální placené televize v České republice, protože i ta má pro oceňovanou společnost význam, především kvůli nově uvedenému produktu – multimediální přehrávač. Nutno dodat, že i tento produkt je závislý na připojení k internetu.

Internet na české trhu

Dle výzkumu, který realizoval Český Statistický Úřad ve 2.čtvrtletí 2013 a kterého se zúčastnilo 4679 domácností a 9017 jednotlivců, jsou již více než dvě třetiny českých domácností vybaveny počítačem a internetem. Za posledních 7 let vzrostl počet domácností vybavených počítačem o 1,2 mil., což představuje relativní nárůst o 29 %.⁷⁵

⁷⁴ Internet v české společnosti, Statistika&My, s. 26.

⁷⁵ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.



Graf 1 Domácnosti s počítačem v %. Zdroj: Vlastní zpracování dle dat ČSÚ⁷⁶

Ve druhém čtvrtletí roku 2013 bylo připojeno k internetu 67 % (2,8 mil.) domácností, což představuje dvě třetiny z celkového počtu domácností. Z grafu č. 2 níže si můžeme povšimnout dvou faktů. První fakt poukazuje na to, že během posledních let se podíl domácností připojených k internetu více než zdvojnásobil. V roce 2007 bylo k internetu připojeno 32 % domácností, v roce 2013 již o 1,5 mil. více. Druhým faktem je, že data v grafu č.2 jsou podobná s grafem č.1, na základě tohoto lze jednoduše říci, že skoro každá domácnost, která vlastní počítač, má zároveň i přístup k internetu.⁷⁷

Vysokorychlostní připojení k internetu patří ke standardu českých domácností. Ve druhém čtvrtletí roku 2013 mělo rychlý přístup k internetu 64 % domácností (96 % z domácností s připojením k internetu). Přitom v roce 2007 měla vysokorychlostní připojení k internetu pouze čtvrtina českých domácností (O1).⁷⁸



Graf 2 Domácnosti s připojením k internetu v % z celkového počtu domácností. Zdroj: Vlastní zpracování dle dat ČSÚ⁷⁹

Zajímavé také je, že velký vliv na využívání internetu má naše nejmladší generace. Domácnosti s dětmi jsou vybaveny internetem daleko častěji, než domácnosti bez dětí (O2).⁸⁰

⁷⁶ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.

⁷⁷ Viz. 76.

⁷⁸ Viz. 76.

⁷⁹ Viz. 76.

Pokud se zaměříme na domácnosti z hlediska příjmů, zjišťujeme, že v kategorii domácností s nejnižším příjmem, pouze 29% domácností využívá internet, zatímco u domácností s nejvyšším příjmem je to v roce 2013 až 95% (O3).⁸¹

Více než dvě třetiny z celkového počtu domácností vybavených počítačem, používaly počítač stolní a více než 63% domácností počítač přenosný. Zhruba třetina domácností byla vybavena jak stolním, tak i přenosným počítačem. V tomto ohledu došlo u českých domácností k velkému posunu, neboť před čtyřmi lety měla přenosný počítač k dispozici pouze pětina domácností. Roste rovněž podíl domácností s více počítači. Vybavenost dvěma a více počítači uvedlo v roce 2013 téměř 27 % domácností (O4).⁸²

Pokud jde o způsob připojení českých domácností k internetu, tak jednoznačně nejrozšířenější je připojení bezdrátové (Wi-Fi), kterým se v současné době k internetu připojuje více než polovina českých domácností. Naopak ještě nedávno nejrozšířenější způsob připojení k internetu, prostřednictvím vytáčené telefonní linky upadá, v roce 2013 ho využívalo jen 4% domácností. Podíl domácností připojených k internetu prostřednictvím ADSL v posledních letech nepatrně klesá, stejně tak jako podíl domácností připojených k internetu přes kabelovou televizi.⁸³

Oceňovaná společnost disponuje rozsáhlou optickou sítí, tedy z pohledu vývoje připojení pomocí ADSL technologie a kabelových televizí, které jsou v klesajícím trendu, je tato skutečnost pro společnost příležitostí (O5).

Závěrem k demografickým faktorům z pohledu internetu lze ještě zmínit, že internet v České Republice využívají o několik procent více muži (73%) než ženy (68%). Dále také čím vyšší je dosažené vzdělání u jednotlivce, tím je větší pravděpodobnost, že bude využívat internet (O6). Mezi vysokoškoláky je devět z deseti uživatelů internetu, mezi středoškoláky používá internet osm z deseti osob, osoby které mají pouze základní

⁸⁰ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.

⁸¹ Viz. 80.

⁸² Viz. 80.

⁸³ Viz. 80.

vzdělání je to pouhá pětina jednotlivců. Specifickou skupinu osob tvoří studenti, u kterých se podíl uživatelů počítače i internetu blíží k 100 % (O7).⁸⁴

Televizní trh v ČR

Následující odstavec je zaměřen především na placenou digitální televizi (pay TV) v ČR, protože to je jeden z hlavních produktů, který oceňovaná společnost poskytuje. Situaci na Českém trhu za rok 2012 znázorňuje tabulka č. 6 níže. Z tabulky je patrné, že nejvíce předplatitelů má digitální televizi provozovanou na platformě CaTV, naopak nejmladší digitální platforma IPTV má v současnosti nejméně předplatitelů. IPTV byla na Český trh poprvé uvedena v roce 2006 společností Telefonica O2. V současnosti v platformě IPTV má O2 stále nejvíce předplatitelů, ale kvůli nedostatečnému technologickému zázemí společnosti, lze předpokládat pokles oproti jiným společnostem (O8).

V platformě IPTV dochází postupně ke konsolidaci trhu, větší hráči kupují menší (O9). Takto se stala poměrně velkým hráčem na trhu IPTV společnost Rio Media, která avizovala několik kabelových společností. I přesto, že se Rio Media soustředí především na IPTV, část jejích sítí není na tento způsob digitální televize technicky způsobilá a umožňuje pouze analogové kabelové vysílání.⁸⁵ Oproti tomu oceňovaná společnost, poskytuje digitální televizi přes optické sítě, což ji umožňuje nabídnout zákazníkovi kvalitnější služby.

⁸⁴ Informační technologie, Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci.

⁸⁵ POTŮČEK, J., Průvodce světem IPTV.

LEGISLATIVNÍ FAKTORY

Legislativní faktory mají významný vliv na telekomunikační sektor a následně na každou společnost, pohybující se v tomto odvětví. Telekomunikační činnost vyžaduje znalost většího počtu zákonů, sledování vyhlášek, novel, regulačního opatření atp. V následujících odstavcích jsou popsány aktuální skutečnosti legislativní povahy, které by mohly odvětví telekomunikací a následně oceňovanou společnost ohrozit či naopak zvýhodnit.

- **Sít'ová neutralita**

V dubnu 2014 prošel ve výboru Evropského parlamentu pro průmysl, výzkum a energie tzn. Telekomunikační balíček – Jednotný evropský trh elektronických komunikací. Hlavní body tohoto balíčku jsou zrušení roamingu a přísnější pravidla pro dodržování sít'ové neutrality.

K zrušení roamingu by podle přijatých návrhů mělo dojít 15. prosince 2015. Poté již operátoři nebudou moci účtovat zákazníkům maloobchodní poplatky za hovory, SMS či datové připojení uskutečněné v jiné zemi EU.⁸⁸ Tato informace je pro oceňovaný podnik zajímavá, nikoliv však rozhodující. Mnohem důležitější je pro oceňovanou společnost téma sít'ové neutrality.

V otázce dodržování tzv. sít'ové neutrality se poslanci podle vlastníků sítí postavili proti nim, když odhlasovali přísnější pravidla, než původně navrhovala Evropská komise.⁸⁹ Pro oceňovanou společnost, která se však rozhodla nabízet služby i na cizích sítích by to ale naopak mohlo znamenat příležitost. A to u nově uvedeného produktu – multimediální přehrávač. Podle definice sít'ové neutrality, by užívání tohoto produktu nikdo nemohl blokovat (O12).

Zároveň by se však mohlo jednat i hrozbu. Tou by mohly být konkurenční produkty, nabízeny na síti oceňované společnosti a ta je nebude díky sít'ové neutralitě schopna ovlivnit / blokovat (T1). Příklad takového produktu je Skype, který dnes kanibalizuje

⁸⁸ SLÍŽEK, D., Internetový provoz si je rovný.

⁸⁹ Viz. 89.

zákazníky oceňované společnosti na pevném a mobilním hlase, sms a apod. V rámci zachování síťové neutrality, společnost nemůže provoz Skypu zakázat a převést jeho uživatele na své služby.

V následujícím textu je uvedeno co to vůbec síťová neutralita znamená:

„Neutralitou sítě“ se rozumí zásada, podle které se s veškerým internetovým provozem nakládá rovnocenně, bez diskriminace, omezení nebo zásahů a bez ohledu na odesílatele, příjemce, typ, obsah, zařízení, službu nebo aplikaci“⁹⁰

- **4G a 5G sítě**

Kromě síťové neutrality a zákaz roamingových poplatků telekomunikační balíček obsahuje také pravidla pro efektivní nakládání s rádiovým spektrem, která by měla umožnit další rozvoj 4G a 5G sítí na našem kontinentu a tím rychlejší mobilní data. Jaký vliv to má na trh s internetem v České Republice a posléze na oceňovanou společnost?

4G a 5G sítě z pohledu služby společnosti „mobil“ jsou příležitostí, jelikož zákazník oceňované společnosti dostane k dispozici ještě rychlejší data. Jelikož tato služba nebude do ocenění zahrnuta, nebudeme brát tuto příležitost v úvahu.

U produktu společnosti „multimediální přehrávač“, který umožňuje sledování televizního vysílání včetně prémiových funkcí (posun v čase, nahrávání atp.) i na mobilních zařízeních, které jsou provozovány na platformách iOS (iPhone, iPad) a Android se pak jedná o významnou příležitost (O13).

Na druhé straně pro službu společnosti „internet“, který je provozován na optické síti tzn. je fixní (u každého doma), by se zrychlení mobilního internetu (4G a 5G) mohlo jednat o hrozbu. Samotná rychlost internetu by se teoreticky v čase mohla vyrovnat internetu fixnímu, ovšem kvalita nikoliv, nic nenahradí kvalitu kabelů proti bezdrátové technologii. Zákazník tento fakt ovšem velmi často přehlédne, jelikož ve většině případů není technickým odborníkem (T2).

⁹⁰ SLÍŽEK, D., Internetový provoz si je rovný.

- **Vysokorychlostní internet v ČR**

Zhruba před rokem a půl schválila tehdejší vláda Petra Nečase dokument Digitální Česko 2.0. aneb „Cestu k digitální ekonomice“. Klíčový bod z tohoto dokumentu pro telekomunikace je podpora rozvoje vysokorychlostních přístupových sítí k internetu umožňující přenosové rychlosti 30 Mbit/s pro všechny obyvatele a 100 Mbit/s minimálně pro polovinu domácnosti do roku 2020 (O14).⁹¹

Z výše uvedeného vyplývá, že je smysluplné podporovat možnosti efektivního využití kofinancování výstavby z veřejných prostředků jako možného doplňujícího mechanismu vytvářejícího potřebné stimuly pro soukromé investice do infrastruktury pro vysokorychlostní přístup k internetu a vznik projektů, které by se pravděpodobně bez této podpory vůbec nerealizovaly.⁹²

Dotovat vysokorychlostní internet se rozhodla i Evropská unie. Na rozvoj broadbandu ve fondu CEF původně bylo 9,2 miliardy €, ale zhruba před rokem, kvůli dohodám na novém rozpočtu Unie jako takové, byly prostředky v celém fondu CEF sníženy. Alokovaných 9 miliard bylo zredukováno na 1 miliardu €. Nyní evropský parlament schválil návrh, podle kterého z celé jedné miliardy (prakticky desetiny původní částky) přeci jen půjde určitá část na rozvoj broadbandu, a to 15%. Což sice v absolutní hodnotě stále jsou nemalé peníze, ale ve skutečnosti to znamená, že rozvoj broadbandu (a to tam, kde na něj nestáčí tržní mechanismy) bude muset být podporován především z jiných veřejných prostředků, hlavně asi národních (O15).⁹³

EKONOMICKÉ FAKTORY

V následujících odstavcích jsou uvedeny základní makroekonomické veličiny (HDP, inflace, úrokové sazby, stabilita měny), které mají na oceňovanou společnost zpravidla velký vliv, zatímco možnost společnosti ovlivňovat tyto ukazatele je spíše omezená.⁹⁴

⁹¹ Digitální Česko v. 2.0, Cesta k digitální ekonomice.

⁹² Viz. 91.

⁹³ PETERKA, J., Parlamentní obstrukce zpozdily nový telekomunikační balíček.

⁹⁴ SYNEK, M., Podniková ekonomika. s. 15

- **HDP**

Reálný hrubý domácí produkt (dále jen HDP) je klíčovým ukazatelem vývoje ekonomiky, protože odráží celkový hospodářský vývoj dané země. Patří k hlavním faktorům, které působí na vývoj daného trhu. V následující tabulce je uveden vývoj HDP od roku 2006 a jeho prognózu dle Ministerstva financí ČR do roku 2017.

Tab. 7 Vývoj HDP. Zdroj: Makroekonomická predikce České republiky červen 2014⁹⁵

Reálné HDP	Skutečnost							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
V mld. Kč	3 334	3 525	3 635	3 471	3 557	3 622	3 585	3 551
Meziroční změna v %	7,0	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9

Reálné HDP	Predikce			
	2014	2015	2016	2017
Mld. Kč	3 648	3 739	3 834	3 932
Meziroční změna v %	2,7	2,5	2,5	2,6

Z tabulky č. 7 výše je patrné, že do roku 2008 se ekonomika České republiky nacházela v růstové fázi hospodářského cyklu. V roce 2009 se již i v České republice naplno projevíly důsledky pádu Lehman Brothers a následně celosvětové finanční krize. HDP tehdy kleslo o 4,5%. Krize zasáhla celý ekonomický sektor a ekonomika České republiky se dostala do recese.⁹⁶ Společnost v daném období pocítila odliv zákazníků u dražších služeb a to jak u stávajících tak u nových zákazníků. Ovšem celkově se ekonomická krize ve výsledcích společnosti neprojevila.

Predikce do budoucna dle ministerstva financí předpovídá lepší časy. Na rok 2014 predikuje růst o 2,7% . Pozvolný růst ekonomiky by měl pokračovat i roce 2015, kde je předpokládán růst o 2,5%. Tento růst by měl být dán zhruba ze tří čtvrtin domácí poptávkou (O16) a z jedné čtvrtiny pak saldem zahraničního obchodu.⁹⁷ Co se týče příjmové situace českých domácností, tak lze zaznamenat zlepšení oproti minulému roku. Jejich příjmy s růstem HDP posilují a individuální spotřeba se oproti loňskému roku zvýšila o 1,6 %.

⁹⁵ Ministerstvo financí ČR, Makroekonomická predikce České republiky červen 2014.

⁹⁶ PÁLENIČEK, A., Vývoj HDP.

⁹⁷ Viz. 95.

- **Úrokové sazby**

Dalším důležitým faktorem je vývoj úrokových sazeb. Pokud by se společnost rozhodla v budoucích letech pro investiční akci, na kterou by ji nestačily její vlastní zdroje, musela by požádat o úvěr.

Tab. 8 Vývoj úrokových sazeb. Zdroj: Makroekonomická predikce červen 2014, Ministerstvo financí

Úrokové sazby	Skutečnost								Predikce	
Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Repo 2T ČNB v % p.a.	2,5	3,5	2,25	1	0,75	0,75	0,05	0,05	N/A	N/A
PRIBOR 3M v % p.a.	2,3	3,09	4,04	2,19	1,31	1,19	1	0,46	0,4	0,4
Úrokové sazby z úvěru	4,29	4,85	5,59	4,58	4,1	3,93	3,69	3,19	N/A	N/A

- **Inflace**

Dalším významným ekonomickým faktorem, který se projevuje v cenách vstupů a výstupů každého podniku je inflace. Zákon o účetnictví nařizuje oceňování dlouhodobého majetku historickými cenami. Při inflaci tak dochází ke podhodnocování odpisů a ke zvyšování daňové zátěže podniku.⁹⁸

Tab. 9 Vývoj inflace. Zdroj: Makroekonomická predikce červen 2014, Ministerstvo financí

Referenční rok 2005	Skutečnost					
Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Deflátor HDP	105,9	108,3	106,6	105,6	107,3	109,4
Růst HDP v %	1,9	2,3	-1,6	-0,9	1,6	1,9

Referenční rok 2005	Predikce			
Rok	2014	2015	2016	2017
Deflátor HDP	111,3	112,7	114,0	115,6
Růst HDP v %	1,8	1,3	1,1	1,3

V tabulce č. 9 výše je uveden vývoj inflace v České republice od roku 2008 a její predikce do roku 2017. Podle dat ČSÚ ve druhém čtvrtletí roku 2014 inflace v Česku oproti roku 2013 stagnovala. Na nulový růst cen měly vliv především klesající ceny potravin spolu s levnějšími telekomunikačními službami (T3). Ve třetím čtvrtletím 2014 pak meziroční růst inflace akceleroval o 0,5%. Tento vývoj ovlivnilo zejména zvýšení cen v oddíle rekreace a kultura a v oddíle bydlení. Meziroční pokles cen v oddíle pošty a telekomunikace, však stále pokračoval v důsledku snížení cen telefonických a telefaxových služeb o 3,1% .^{99 100}

⁹⁸ Karas, M., Návrh ocenění podniku, s. 55.

⁹⁹ KURZY.CZ, Měsíční inflace.

¹⁰⁰ HOSPODÁŘSKÉ NOVINY, Nulová červnová inflace.

- **Intervence na devizovém trhu**

Minulý rok v listopadu spustila ČNB devizové intervence a oslabila českou měnu. Podle zástupců vedení ČNB je tento zásah potřebný, především kvůli uvolnění měnových podmínek a jako opatření proti deflaci. Tyto intervence měly skončit počátkem roku 2015.¹⁰¹ V červnu 2014 však bankovní rada deklarovala, že neukončí intervenční režim dříve, než ve druhém čtvrtletí roku 2015.

Podle analytika, není vyloučeno, že by v dalších měsících mohla ČNB přistoupit k dalšímu oslabení koruny nebo k prodloužení intervenčního režimu až do roku 2016. Důvodem takového kroku by byl další vývoj inflace, která jak bylo zmíněno výše byla v červnu skoro na nule (T4).¹⁰²

Koruna není slabší pouze vůči Euru, ale oslabuje i proti Dolaru. Americký Dolar po příznivé statistice z amerického sektoru služeb a zpracovatelském průmyslu skutečně velmi posiluje. K Euru stoupl dokonce nejvýš za devět měsíců. Lze to prezentovat na datech za třetí čtvrtletí 2013 a 2014, kdy průměrný kurz Koruny vůči Dolaru činil 19,15 CZK/USD (2013) a 21,03 CZK/USD (2014).¹⁰³

Vzhledem k tomu, že podstatná část vstupů plynoucí do oceňované společnosti, jsou pořizovány v zahraničí a v zahraničních měnách, je pro společnost každé další oslabení koruny jak vůči Dolaru, tak Euru významnou hrozbou, která má dopad do marže jednotlivých nabízených produktů (T5).

POLITICKÉ FAKTORY

Zhruba před rokem proběhly předčasné volby do poslanecké sněmovny a parlamentu, které měly přinést politickou stabilitu. Po nástupu nových stran, ale poměry byly stále nejisté a klid po němž volají ekonomové a podnikatelé zatím ještě ani v roce 2014 nenastal. Komplikace byly především spojeny s odlišnými prioritami jednotlivých stran, s pokračující statní recesí a s poloprázdnou statní kasou. V současné chvíli je politická

¹⁰¹ ČTK, IDNES.CZ, Intervence ČNB.

¹⁰² Viz. 101

¹⁰³ BENEŠ, J., SKALICKÝ, M., Koruna je vůči euru na pětiletém minimu.

situace stabilní a strany se snaží najít společnou cestu.¹⁰⁴

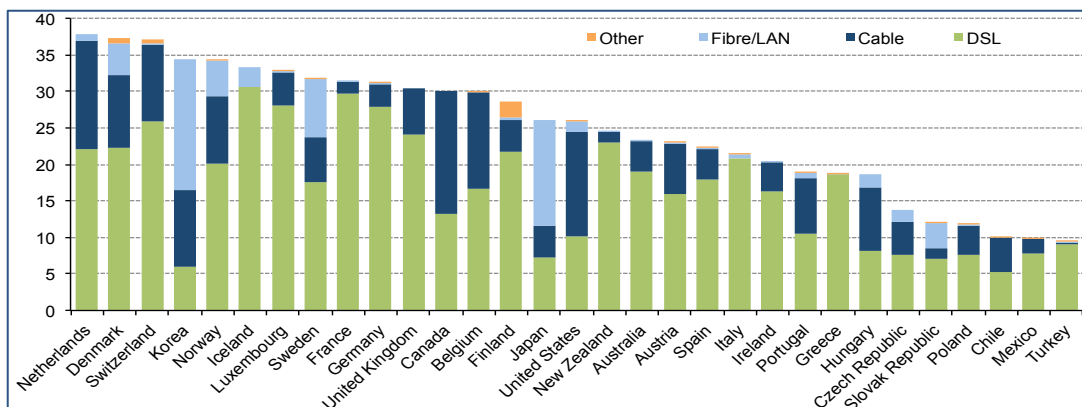
Kromě politické stability naší země, patří do politických rukou, také již velmi dlouhou dobu diskutované, přijetí Eura. Podle posledních zpráv by se Euro mělo přijmout v roce 2020 (T6).¹⁰⁵

TECHNOLOGICKÉ FAKTORY

Oceňovaná společnost se drží již řadu let na technologické špičce v oblasti NGA sítí na území České Republiky. Peněžní prostředky a znalosti investuje do nejmodernějších technologií, které přináší především kvalitu a schopnost zavádět nové produkty.

V České Republice uživatelé internetu využívají především připojení o rychlostním průměru 8 Mb/s. Nejvyšší průměrná rychlost v České Republice pak dosahuje 29 Mb/s. Hlavní podíl na tom má neustále se rozvíjející se infrastruktura optických sítí. Technologický trend, který do výroby přináší především využití technologie PON (O17).¹⁰⁶

Co se týče penetrace vysokorychlostního internetu v ČR (15%), má ČR ještě stále co dohánět. Rozvoj této oblasti lze předpokládat (O18). Na grafu č. 3 níže, vidíme umístění ČR oproti evropským i mimoevropským státům. Zároveň využití Fibre/LAN technologie, kterou disponuje i oceňovaná společnost, ukazuje trend v získávání vysokorychlostního internetu.¹⁰⁷



Graf 3 Širokopásmové připojení na 100 obyvatel v % podle typu technologie. Zdroj: OECD¹⁰⁸

¹⁰⁴ PRAVEC, J., Česká politika v roce 2014.

¹⁰⁵ ČT 24, Přijetí eura.

¹⁰⁶ PON - Pasivní optická síť.

¹⁰⁷ OECD, Fixed broadband.

3.2.2 Prognóza vývoje trhu

Prognóza vývoje trhu je stanovena na základě použití kombinace následujících statistických metod:

1. Analýza časových řad a jejich extrapolace
2. Jednoduchá regresní analýza

Pro regresní model by měla platit tato pravidla:

- Mezi vysvětlující (nezávislá) a vysvětlovanou (závislá) proměnou by měla být relativně silná závislost.
- Mezi vysvětlujícími proměnnými v jedné rovnici by naopak měla být vzájemná závislost nevýznamná (korelační koeficient by neměl dosáhnout hodnoty vyšší než 75%.)¹¹²

K výběru vhodné proměnné je použit Personův koeficient korelace, který měří míru lineární závislosti mezi relevantním trhem a vysvětlující proměnnou. Hodnoty Pearsonova korelačního koeficientu pro zvolené proměnné obsahuje tabulka č.14.

Tab. 14 Hodnoty koeficientu korelace. Zdroj: Vlastní zpracování

PROMĚNNÁ	HDP	Relevantní trh	Inflace
HDP	1		
Relevantní trh	0,85664245	1	
Inflace	0,182099925	0,189863909	1

Za uspokojivou hodnotu koeficientu korelace považuje Mařík nejméně 0,75. Tuto podmínku splňuje pouze HDP (korelační koeficient 86%). Jako vysvětlující proměnou je tedy zvoleno HDP. Ze vzájemných korelačních koeficientů nezávislých proměnných plyne nemožnost použití více jak jednoho regresoru v regresní funkci (nejsou vyšší než 0,75).

¹¹² MAŘÍK, M., Metody oceňování podniku, s. 470.

Pro sestavení prognózy relevantního trhu v závislosti na HDP jsou použity čtyři modely trendů – lineární, exponenciální, logaritmický a parabolický. Pro prognózu vývoje trhu je dále použita metoda časových řad. U těchto metod není potřeba hledat vysvětlující proměnnou je zřejmé, že jí je čas. Prognózovaný trh je tedy pouze závislý na jeho vývoji v minulosti a předpokládá se, že minulý trend bude následovat i v budoucnu.

Kvalita modelu je posouzena podle indexu determinace, testů regresních modelů na základě analyzovaných dat (dílní t-test jednotlivých koeficientů, celkový F-test modelu) a predikčních testů. Dále je změřena odchylka skutečných a prognózovaných hodnot a základní statistické nástroje měřící míry přesnosti odhadu.

Výsledky výpočtů a zdůvodnění výběru výsledného modelu použitého pro prognózu trhu je uvedeno v příloze č.3. Na základě statistických výsledků je vybráno pro prognózu tržeb logaritmická funkce časového trendu.

$$\text{Relevantní trh} = 3973 + 5146 \cdot \ln(X)$$

Na základě této zvolené funkce výsledná prognóza relevantního trhu je následující:

Tab. 15 Prognóza relevantního trhu. Zdroj: Vlastní zpracování

Skutečnost		
Rok	Relevantní trh v mil. Kč	Růst trhu (%)
2006	4466	
2007	6761	51,4%
2008	9449	39,8%
2009	11152	18,0%
2010	12673	13,6%
2011	13730	8,3%
2012	13830	0,7%
2013	13920	0,7%
Prognóza		
2014	15129	8,7%
2015	15658	3,5%
2016	16137	3,1%
2017	16575	2,7%
Průměrný meziroční růst 2006 - 2012		21,78%
Průměrný meziroční růst 2013 - 2017		3,72%

Je předpokladem, že v dalším období od roku 2017 a dále zůstane růst relevantního trhu na úrovni 2,7%.

7 Návrh ocenění

V této části práce je vypočtena hodnota společnosti. Ocenění vychází z omezujících podmínek a předpokladů uvedených v úvodu práce a dále z výroků učiněných ve strategické analýze. Hodnota společnosti je stanovena pomocí výnosových metod k datu 31.12.2013.

7.1 Ocenění metodou DCF

Pro ocenění byla zvolena dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity. Cílem ocenění je stanovit objektivizovanou hodnotu vlastního kapitálu. Metoda DCF je aplikována v následující krocích:

1. **Odhad budoucích peněžních toků do roku 2017** v první fázi (viz. strategická analýza, analýza finančního plánu, analýza investičních výdajů).
2. **Přepočet čistých hotovostních toků na současnou hodnotu.** Tento krok vyžaduje **stanovení diskontní sazby**, která zohledňuje časovou hodnotu peněz a riziko spojené s dosažením peněžních toků.
3. **Odhad pokračující hodnoty** ve druhé fázi (parametrický nebo Gordonův vzorec).
4. **Součet diskontované prognózy (první fáze) a pokračující hodnoty.**
5. **Odečtení úročeného cizího kapitálu.**
6. **Přičtení hodnoty provozně nepotřebných aktiv.**

Ve čtvrtém kroku je vyčíslena hodnota podniku ve variantě entity, tedy hodnota podniku jak pro vlastníky tak věřitele. Po odečtení úročeného cizího kapitálu (krok 5) a přičtení hodnoty neprovozních aktiv (krok 6) je získaná hodnota podniku netto, tedy hodnota podniku pouze pro vlastníky.

7.1.1 Výpočet diskontní míry

Pro stanovení diskontní míry je použita průměrná výše vážených nákladů (WACC), která je složena z nákladů na vlastní kapitál a z nákladů na cizí kapitál.

NÁKLADY NA CIZÍ KAPITÁL

Jako náklad na cizí kapitál, je použita úroková sazba z dlouhodobého úvěru oceňované společnosti. Tato sazba je upravena o úrokový daňový štít.

$$N_{CK} = 3,51\% * (1 - 19\%)$$

Po této úpravě náklady na cizí kapitál činní 2,84 %.

NÁKLADY NA VLASTNÍ KAPITÁL

Základem určení nákladů na vlastní kapitál je Damodaranova modifikace modelu CAPM pro neamerické podniky. Model CAPM lze jednoduše interpretovat následovně – požadovaná výnosnost investora je dána výnosem jaký by mohl získat na kapitálovém trhu při stejné míře rizika. Tato požadovaná výnosnost vychází z *bezrizikové výnosnosti* ke které je *přičtena přírážka za riziko*. Damodaranova modifikace modelu CAPM vychází z *bezrizikové výnosnosti realizované na americkém kapitálovém trhu* a k té přičítá rizika spojené se zemí, ve které se model použije (*riziková premie země*). Pro použití tohoto modelu je tedy třeba zjistit následující údaje.

Bezrizikovou výnosnost, která je odvozena od výnosnosti desetiletých státních dluhopisů (T-Bonds) USA. K 31.12.2013 byla výnosnost státních dluhopisů **3,04%**.¹¹⁶

Rizikovou premii trhu, která ukazuje o kolik bude vyšší výnos rizikem zatíženého tržního portfolia oproti výnosu z bezrizikových aktiv na americkém kapitálovém trhu. Vychází tedy z bezrizikové premie trhu USA, která lze zjistit na stránkách prof. Damodarana a činí **4,93%**.¹¹⁷ **Rating České Republiky**, zveřejněný agenturou Moodys za rok 2013 je **A1**.¹¹⁸ Rating země se promítá do určité výše rizikové přírážky, nazývané **selhání země**. Ta lze vypočítat jako rozdíl mezi výnosností dluhopisů s ratingem České Republiky a vládními dluhopisy USA (rating AAA).¹¹⁹ Tento rozdíl činí **0,72**. (viz. **příloha č. 8**) Riziko selhání země je pak ještě potřeba upravit o rozdíl volatility trhu akcií k volatilitě státních dluhopisů. Tento údaj je v českých podmínkách

¹¹⁶ U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, Daily Treasury Yield Curve Rates.

¹¹⁷ DAMODARAN ONLINE, Geometric risk premium estimator.

¹¹⁸ ČNB, Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí.

¹¹⁹ MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK M., Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku, s. 29-30.

velice těžké zjistit, proto je použit orientační koeficient doporučený dle literatury¹²⁰ a to **1,5**. Jelikož diskontní míra je počítána z pohledu českého investora a ne zahraničního je potřeba zvýšit rizikovou přírážku ještě o rozdíly v inflaci mezi Českou republikou a USA.

Poslední veličinou, potřebnou pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je koeficient beta. Hodnota tohoto koeficientu je převzata ze webových stránek Damodaran online.¹²¹ Výše koeficientu beta nezadluženého podniku v oboru telekomunikační služby činí **0,52**. Protože oceňování podnik čerpá bankovní úvěr, je nutné vypočítat beta koeficient zadluženého podniku. Převod bety z nezadlužené na zadluženou lze provést pomocí tzv. Hamadovi rovnice:

$$\beta_{\text{zadlužená}} = 0,52 \cdot (1 + (1 - 0,19) \cdot 0,09) = 0,558$$

Hodnota 0,09 představuje poměr cizích explicitně úročených cizích zdrojů a vlastního kapitálu v tržní hodnotě. Tento poměr (kapitálová struktura) je vychází z výpočtu WACC, kde jsou náklady vlastního kapitálu určeny iteračním metodou.

Dále lze celou rovnici CAPM ještě upravit o další přírážky. Například přírážka za menší společnosti, přírážka pro společnost s nejasnou budoucností a nebo přírážka za nižší likviditu vlastnických podílů. Pro oceňovanou společnost je připočítána pouze přírážka za velikost. Obecně platí, že velké podniky jsou investory vnímány jako méně rizikové, než podniky malé. Inspiraci pro zařazení oceňované společnosti z hlediska velikosti je čerpána z rozdělení publikovaném na portálu Ibbotson Associates, který rozděluje americké podniky dle velikosti tržní kapitalizace. Oceňovaná společnost by se v tomto rozdělení pravděpodobně pohybovala až v desátém decilu, který zobrazuje podniky s nejmenší tržní kapitalizací. Tomuto zaražení v roce 2013 odpovídala přírážka za velikost podniku 3,81%. V České republice však dochází k problému, že řada oceňovaných firem (někdy v rámci našeho prostředí velice poměrně významných) je

¹²⁰ MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku, s. 234

¹²¹ Damodaran online, Updated date, Leveraged and Unleveraged Beta by Industry.

menších než firmy s mikro kapitalizací z amerických trhů. Přirážky je nutné brát pouze jako orientační a konečnou volbu výše přirážky musí udělat odhadce. Proto byla přirážka za velikost podniku stanovena menší a to ve výši **3%**.¹²²

Výpočet nákladů na vlastní kapitál dle metody CAPM shrnuje následující tabulka:

Konkrétní aplikace Damodaranovy modifikace modelu CAPM	
r_f (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	3,04%
Beta nezadlužené pro Telecom services Europa	0,52
Riziková premie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2012)	4,93%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,72%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,08%
Riziková premie země upravená o rozdíl v inflaci (0,6%)	-0,30%
Riziková přirážka za menší společnost	3,0%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	10%
Daňová sazba	19%
Beta zadlužené	0,560
Náklady vlastního kapitálu	8,50%

Průměrné vážené náklady na kapitál

Nyní je již možné vypočítat celkové průměrné vážení náklady kapitálu. Konečná výše je vyčíslena podle následující rovnice:

$$WACC = 0,091 \cdot 0,085 + 0,074 \cdot 0,0284 = 8,01 \%$$

7.1.2 Stanovení hodnoty společnosti

Nyní již lze přistoupit ke stanovení hodnoty oceňované společnosti. Nejprve je nutné vypočítat volné peněžní toky (FCFF) a odtud je již možné stanovit současnou hodnotu první fáze. Výpočet FCFF a současné hodnoty první fáze zobrazuje tabulka č. 46:

¹²² MAŘÍKOVÁ P., MAŘÍK M., Diskontní míra pro výnosové ocenění podniku, s. 138-139.

Tab. 42 Výpočet FCFF a současné hodnoty první fáze. Zdroj: Vlastní zpracování

Volné cash flow pro 1. fázi	2014	2015	2016	2017
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	45 178	47 427	49 934	52 326
Upravená daň	8 584	9 011	9 487	9 942
Korigovaný provozní VH po dani	36 594	38 416	40 446	42 384
Odpisy	11 167	12 860	14 785	16 988
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-25 246	-26 939	-28 864	-31 066
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-1 861	-1 310	-1 463	- 1 524
FCFF	20 655	23 026	24 905	26 781
WACC (8,01%)	0,9258758	0,857245953	0,793703262	0,734870623
Diskontované FCFF k 1. 1. 2013	19 124	19 739	19 767	19 682
Současná hodnota první fáze	78 314			

Základ tvoří *KPVH*, který je převzat z finančního plánu. *Odpisy* jsou taktéž převzaty z plánu výsledovky. *Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku* jsou vypočítány jako změna provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. *Investice do provozně nutného pracovního kapitálu* jsou vypočítány jako změna upraveného pracovního kapitálu daného roku. Současná hodnota první fáze ocenění je pak vyčíslena podle následujícího vztahu:

$$H_1 = \sum_{t=1}^4 \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Pro výpočet druhé fáze je potřeba určit položky, které obsahuje tabulka níže.

Tab. 43 Podklady pro výpočet druhé fáze. Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu	2,70%
Míra investic netto do DM a PK	11,37%
Rentabilita investic netto	23,75%
FCFF 2018	38 579
KPVH 2018	43 529

Tempo růstu

Východiskem pro stanovení tempa růstu je prognóza růstu tržeb, která vyplývá z provedené strategické analýzy. I přesto, že společnost v minulém období vykazovala vyšší tempo růstu tržeb (okolo 7%), od roku 2018 není předpokládáno další navýšení tržeb a to za předpokladu, že společnost neuvede na trh další novinku či větší inovaci stálých služeb, nebo ne zahájí expanzi na nové příkladně zahraniční trhy. Ze strategické analýzy dále vyplynulo, že lze předpokládat zvyšování penetrace sítě

vysokorychlostního internetu, toto zvyšování však nelze provádět do nekonečna. Proto je pro druhou fázi předpokladem růst minimálně ve výši předpokládaného růstu celého trhu **2,7%**.

Pro výpočet pokračující hodnoty je použit jak Gordonův tak Parametrický vzorec. Při správné aplikaci se tyto vzorce rovnají.

GORDONŮV VZOREC

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} = \frac{38\,579}{0,0801 - 0,027} = 727\,323 \text{ tis. Kč}$$

PARAMETRICKÝ VZOREC

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{r_f})}{i_k - g} = \frac{43\,529 \cdot (1 - \frac{0,027}{0,2375})}{0,0801 - 0,027} = 727\,323 \text{ tis. Kč}$$

Diskontem PH dle následujícího vzorce je vypočítána hodnota druhé fáze:

$$H_2 = 723\,323 \cdot \frac{1}{(1 + 0,0801)^4} = 534\,519 \text{ tis. Kč}$$

Po sečtení současné hodnoty první fáze a druhé fáze je získána hodnota podniku brutto. Od této hodnoty je odečten cizí úročený kapitál a je získána hodnota podniku netto. Poslední krok je přičtení již dříve vyčleněného provozně nepotřebného majetku. Po této poslední úpravě je získána výsledná hodnota vlastního kapitálu. Konečný výpočet hodnoty vlastního kapitálu shrnuje tabulka č. 48.

Tab. 44 Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF. Zdroj: Vlastní zpracování

Současná hodnota 1. fáze	78 314 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	534 519 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	612 833 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	55 000 tis. Kč
Provozní hodnota netto	557 833 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	14 783 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	572 616 tis. Kč

7.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pro výpočet hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA opět volíme dvoufázovou metodu. Postup výpočtu hodnoty podniku má následující tvar:

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{NOPAT_t - WACC \cdot NOA_{t-1}}{(1 + WACC)^t} \right) + \frac{NOPAT_{T+1} - WACC \cdot NOA_T}{WACC \cdot (1 + WACC)^T} - D_0 + A_0$$

NOA odpovídá provozně nutnému investovanému kapitálu k datu ocenění. NOPAT odpovídá KPVH po dani. WACC je ve stejné výši jako u metody DCF. Výpočet první fáze zobrazuje tab. č. 49.

Tab. 45 První fáze dle metody EVA. Zdroj: Vlastní zpracování

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NOPAT (KPVH po daních)	28 673	36 594	38 416	40 446	42 384	43 529
NOA (investovaný kapitál celkem)	120 838	136 778	152 167	167 708	183 311	188 260
WACC x NOA _{t-1}	x	9 674	10 950	12 182	13 424	14 517
EVA		26 922	27 468	28 266	28 960	28 856
WACC		0,925875776	0,857245953	0,793703262	0,734870623	
EVA diskontovaná		24 925	23 545	22 433	21 283	

Z tabulky lze vidět, že oceňovaná společnost ve všech letech první fáze tvoří ekonomický zisk. Součet diskontovaných EVA 2014 až 2017 tvoří současnou hodnotu první fáze ve výši 92 193 tis. Kč.

Poklady, shodující se s metodou DCF pro druhou fázi obsahuje tabulka. č 50.

Tab. 46 Podklady pro druhou fázi metoda EVA. Zdroj: Vlastní zpracování

Tempo růstu	2,70%
Míra investic netto	11,37%
Rentabilita investic netto	23,75%

EVA v prvním roce druhé fáze (rok 2018) se vypočítá jako

$$EVA = NOPAT_{2018} - WACC \cdot NOA_{2017}$$

$$EVA = 42\,384 \cdot 1,027 - 183\,311 \cdot 0,0801 = 28\,856 \text{ tis. Kč}$$

Pokračující hodnota je poté:

$$PH = \frac{EVA_{2018}}{WACC - g} = \frac{28\,856}{0,0801 - 0,027} = 544\,012 \text{ tis. Kč}$$

Diskontování PH je získána současná hodnota druhé fáze:

$$H_2 = \frac{544\,012}{(1 + 0,0801)^4} = 399\,802 \text{ tis. Kč}$$

Výsledné ocenění dle metody EVA k 31.12.2013 shrnuje tabulka č. 51 níže:

Tab. 47 Výsledné ocenění dle metody EVA. Zdroj: Vlastní zpracování

Výnosové ocenění k 31. 12. 2013	
Současná hodnota 1. fáze	92 193 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	399 802 tis. Kč
MVA	491 995 tis. Kč
NOA k datu ocenění	120 838 tis. Kč
Provozní hodnota brutto	612 833 tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	55 000 tis. Kč
Provozní hodnota netto	557 833 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	14 783 tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle EVA	572 616 tis. Kč

7.2.1 Závěrečné shrnutí metod DCF a EVA

Výsledné ocenění 574 625 tis. Kč i provozní hodnota brutto 614 842 tis. Kč jsou shodné u obou metodou. U metody EVA lze však navíc vidět, že z provozní hodnoty brutto je asi 120 mil. Kč v oceňované společnosti již nyní a zhruba 494 mil. Kč tvoří přidaná hodnota vytvořená v budoucnu (MVA). Dále z metody EVA lze vidět, že oceňovaná společnost ve všech letech první fáze tvoří ekonomický zisk. Pro dosažení stejného výsledku oběma metodami, byly v ocenění dodrženy následující podmínky:

- KPVH, ze kterého vychází výpočet FCFF odpovídá přesně veličině NOPAT z metody EVA.
- Investice ve výpočtu FCFF odpovídají změně NOA. Tedy provozně nutný investovaný kapitál v metodě DCF = veličině NOA v metodě EVA.

8 Změna použitých předpokladů

V předchozích kapitolách bylo provedeno ocenění společnosti, kde byl sestaven finanční plán, který vycházel především z generátorů hodnoty a vypočtena hodnota společnosti za následujících předpokladů:

1. Pro prognózu vývoje relevantního trhu byla vybrána logaritmická funkce časového trendu
2. V roce 2015,2016,2017 došlo na základě metody předchůdce k navýšení tržeb z důvodu uvedeného nově uvedeného produktu na trhu.
3. Od roku 2018 se nepředpokládalo další navýšení tržeb společnosti a to za předpokladu, že by společnost neuvedla další novinku či větší inovaci stávajících služeb, případně nezahájila expanzi na nové trhy příkladně by nedošlo k anorganickému růstu.
4. Od roku 2018 se předpokládal stabilní tržní podíl společnosti na českém trhu a růst tržeb minimálně ve výši předpokládaného celého trhu 2,7%. ($g=2,7\%$).
5. Náklady na vlastní kapitál byly stanoveny ve výši 8,01%.

V této kapitole je stručně provedeno testování hodnoty společnosti na změnu dříve uvedených předpokladů. Jinými slovy, co se stane, pokud dříve uvedené výroky nebudou uskutečněny, jaký dopad to bude mít na konečnou hodnotu společnosti. Testována je hodnota společnosti na změnu tržeb, tempa růstu g a změnu nákladů na vlastní kapitál. Protože ocenění je souhrnná soustava mnoha výpočtů, je ke každé změně uvedena pouze výsledná hodnota podniku. Výsledky zobrazuje následující tabulka č. 53.

Tab. 49 Výsledná hodnota vlastního kapitálu při změně předpokladů. Zdroj: Vlastní zpracování

č. Změny	Popis	Výsledná hodnota tis. Kč	Změna % oproti výsledné hodnotě
0.	Výsledná hodnota vlastního kapitálu za předpokladů uvedených výše	572 616	-
	ZMĚNA TRŽEB		
1.	Výběr lineárního trendu pro prognózu relevantního trhu. Ostatní předpoklady zůstávají nezměněné.	652 782	14 %
2.	Zanechání logaritmického trendu, přičemž není brán v úvahu předpoklad č. 2.	563 691	-2 %
3.	Stanovení tržeb na základě penetrace sítě, přičemž není brán v úvahu předpoklad č. 2.	620 321	8 %
4.	Stanovení tržeb na základě penetrace sítě, ostatní předpoklady zůstávají neměnné.	629 710	10 %
	ZMĚNA TEMPA RŮSTU G		
5.	Z 2,7 % na 5%	880 810	54 %
	ZMĚNA NÁKLADŮ NA VLASTNÍ KAPITÁL		
6.	Přirážka za velikost podniku je vypuštěna	1 253 981	119 %

Z výše uvedené tabulky lze vidět rozdílné výsledné hodnoty podniku. Změna číslo 1. ukazuje situaci, kdy prognóza trhu je stanovena na základě lineární funkce časového trendu, která dosahovala také příznivých statistických výsledků. Výsledná hodnota je pak o 14% procent vyšší. U změny číslo 2. Lze vidět, že pokud nenavýšíme tržby z nově uvedeného produktu v letech 2015,2016,2017 pak je výsledná hodnota o pouhé 2 % nižší. Změna číslo 3. a 4 zobrazuje situaci, kdy jsou použity naprognózované tržby od 2014-2017, tak jak je prognózuje oceňovaná společnost, a to na základě penetrace sítě. V obou případech ať už změna počítá s tržbami z nového produktu či nikoliv je výsledné ocenění vyšší. Nejvyšší odchýlení od výsledné hodnoty zaznamenává změny číslo 5. a 6, které ukazují, že tempo růstu g a náklady na vlastní kapitál mají velký vliv na hodnotu podniku. U změny číslo 5 došlo k 54% navýšení a u změny č. 6 došlo k navýšení až o 119%.

Závěr

Cílem práce bylo odhadnout objektivizovanou hodnotu oceňované společnosti, která působí v oblasti telekomunikačních služeb k datu 31. prosince 2013. Ocenění bylo zpracováno na základě informací poskytnutých managementem společnosti a dále na základě informací získaných z veřejně dostupných zdrojů v období od 20. června 2014 do 20. ledna 2015.

Samotnému ocenění předcházelo několik dílčích kroků. Nejprve byla provedena *strategická analýza specificky zaměřená na výnosový potenciál podniku*. Strategická analýza obsahovala:

- analýzu SLEPT a zní plynoucí hlavní příležitosti a hrozby pro společnost
- Určení trhu s internetem jako relevantní trh a jeho prognóza na základě časové extrapolace logaritmického trendu
- Analýzu konkurenční síly oceňovaného podniku

Z uvedených analýz vyplynulo, že společnost má ve svém okolí jediného přímého konkurenta a tím je společnost UPC. Společnost může čelit konkurenci především tím, že dokáže nejen poskytovat internetové připojení, ale že na něj navazuje i další služby a produkty. Příkladem je multimediální přehrávač, který umožňuje sledování televizního vysílání, na kterékoliv internetové síti. Výhodou tedy je, že ho může používat kdokoli v ČR, kdo má připojení k internetu. Zde se ukazuje velká příležitost k akvizici nových zákazníků a zvýšení tržního podílu do budoucna. Dále do budoucna společnost čelí konkurenci především typem použité technologie, přes kterou dochází k přenosu dat.

Strategická analýza potvrdila, že se jedná o společnost s dobrou perspektivou a proto bylo přistoupeno k prognóze tržeb oceňované společnosti na období 2014-2017. Prognóza tržeb společnosti byla navázaná na prognózu tržeb dříve stanoveného relevantního trhu. Pomocí metody předchůdce došlo ke korekci plánovaných tržeb a to z důvodu nově uvedeného produktu na trh.

Po strategické analýze byla provedena finanční analýza, které potvrdila, že společnost je v současné chvíli finančně zdravá a z finančního hlediska není ohroženo její budoucí fungování. Strategická a finanční analýza byla opět shrnuta pomocí dílčí SWOT analýzy.

S využitím informací zjištěných v rámci finanční a strategické analýzy byla zpracována analýza a prognóza generátorů hodnoty, které byla následně použita pro sestavení finančního plánu na období 2014-2017.

Poté již bylo možno přikročit k samotnému ocenění. Díky závěrům ze strategické a finanční analýzy je předpokládán princip „going concern“, tedy se předpokládá, že společnost bude pokračovat v provozní činnosti do budoucna a její budoucí fungování není bezprostředně ohroženo. Proto byly použity metody výnosové. Jako primární metoda pro odhad celkové hodnoty společnosti byla zvolena:

- **metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),**
- **metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).**

Pro diskontní sazbu byly použity WACC ve výši 8,01%, vypočítány pomocí Damodaranovi modifikace modelu CAPM. Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF a metody EVA jsou shodné protože v ocenění byly dodrženy podmínky uvedeny v kapitole 7.2.1.

Pro ověření správnosti předchozích metod byla použita metoda transakcí srovnatelných společností. Medián násobitele EV/EBITDA odvozený z transakcí se srovnatelnými společnostmi činil 12,1 přičemž interkvartilové rozpětí bylo 10,8x-13,15x. Z tohoto hlediska tak metoda transakcí potvrzuje závěry DCF či EVA, jejíž implikovaný násobitel hodnoty oceňované společnosti k EBITDA činí 12,06x.

Poslední kapitola této práce se věnuje změnám použitých předpokladů pro ocenění. Cílem této kapitoly bylo prokázat, jak již v úvodu práce je zmíněno, že ocenění je spojeno s určitou dávkou nejistoty, zaujatosti a komplexnosti. A protože nikdo z nás

zatím stále nevlastní křišťálové koule budoucnosti, některé proměnné, důležité pro konečný výpočet hodnoty podniku, je třeba odhadnout a to na základě vlastního úsudků a vnímání budoucnosti. Poslední kapitola ukázala, že mezi tyto proměnné bezesporu patří očekávané tržby, tempo růstu g a náklady na vlastní kapitál, přičemž změna všech těchto tří proměnných má na konečnou hodnotu významný vliv. U stanovení hodnoty podniku tedy hraje důležitou roli její obhajitelnost a schopnost podložit své výsledky.

Na základě výše uvedeného, oceňovací teorie, materiálů a použitých předpokladů uvedených v této diplomové práci, je diplomatka názoru, že objektivizovaná hodnota oceňované společnosti k 31.12. 2013 činí: **572 616 tis. Kč**

Seznam literatury

Knižní zdroje:

- DAMODARAN, A. *Damodaran on Valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2. vydání. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2006. 685 s. ISBN: 0-13-140312-5.
- DAMODARAN, A. *The little book of valuation*. 1. vydání. New York: Stern school of Business, 2010. 311 s. pdf.
- GRÜNWARD, R; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 3. vydání. Praha: Oeconomica., 2006. 318 s. ISBN 80-245-1108-08.
- KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vydání. Praha: C. H. Beck., 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- PETŘÍK, T. *Ekonomické a finanční řízení firmy*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, a.s., 2009. 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 3. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- MAŘÍK, M. *Metody oceňování pro pokročilé*. 1. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1. vydání. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.
- REŽŇÁKOVÁ, M. *Finanční management 1. část.1*. Vydání. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská., 2002. 114 s. ISBN 80-214-2249-1.
- SABOLOVIČ, M. *Stanovení hodnoty podniku*. 1. vydání. Brno: Mendelova Univerzita v Brně., 2011. 102 s. ISBN 978-80-7375-503-4.

- SYNEK, M. *Podniková ekonomika*. 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2010. 502 s. ISBN 80-7400-336-3.

Elektronické zdroje

- BENEŠ, J., SKALICKÝ, M. Koruna je vůči euru na pětiletém minimu. *Rozhlas.cz*. © 1997-2014, 2014-08-05 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: http://www.rozhlas.cz/zpravy/domaciekonomika/_zprava/1381741
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Statistika rodinných účtů. *Czso.cz* [online]. 2012-06-06. [cit. 2014-08-25]. Dostupné z: http://www.czso.cz/vykazy/vykazy.nsf/i/roдинne_ucty
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. Využívání informačních a komunikačních technologií v domácnostech a mezi jednotlivci v roce 2013. *Czso.cz* [online]. © 2013 [cit. 2014-08-25]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/2013edicniplan.nsf/p/9701-13>
- ČTK, IDNES.CZ. Intervence ČNB. . *Enonomika.idnes.cz*. © 1999-2014, 2014-07-27 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: http://ekonomika.idnes.cz/intervence-cnb-odhad-analytiku-dzv-/ekonomika.aspx?c=A140727_142723_ekonomika_hro
- ČT 24. Přijetí eura. *Českátelevize.cz*. © 1996-2014, 2014-09-10 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/svet/285748-zeman-v-sidle-oecd-ujistoval-o-brzkem-prijeti-eura/>
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí. *cnb.cz*. © 2003-2014. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/rating/
- DAMODARAN ONLINE. The data page. *people.stern.nyu.edu*. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>
- DIGI ZONE. IPTV V České republice. *Digizone.cz*. [online]. © 2005 - 2014 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.digizone.cz/specialy/iptv/>

- HOSPODÁŘSKÉ NOVINY. Nulová červnová inflace. *Byznys.ihned.cz*. © 1996-2014, 2014-07-09 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-62485470-nulova-cervnova-inflace-ceny-nerostly-stalo-se-tak-poprve-za-poslednich-pet-let>
- KARAS, M. *Návrh ocenění podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 147 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.
- KONKURS A VYROVNÁNÍ, ODBORNÝ EKONOMICKÝ MĚSÍČNÍK. Budoucnost mobilního internetu. *Kokurs-vyrovnani.cz*. © 2000-2014 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.konkurs-vyrovnani.cz/index.php?idac=1592&idb=94>
- KURZYCZ. Meziměsíční inflace. *Kurzy.cz*. © 2000-2014, 2014-11-10 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/A=3>
- MALEČKOVÁ, R. Internet v české společnosti. *Statistika&My*. 2012, r. 02, č. 03, s. 26-30. ISSN 1804 – 7149. Dostupný z: [http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/BB0040342B/\\$File/18041203.pdf](http://www.czso.cz/csu/2012edicniplan.nsf/t/BB0040342B/$File/18041203.pdf)
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. Makroekonomická predikce České republiky červenec 2014. ISSN 1804-7971. Dostupný z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>
- MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. Digitální Česko v. 2.0, Cesta k digitální ekonomice. *Mpo.cz*. © 2005, 2013-04-02 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: http://www.mpo.cz/assets/cz/e-komunikace-a-posta/Internet/2013/4/Digi_esko_v.2.0.pdf
- OECD. Fixed broadband. *Oecd.org*. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: [http://www.oecd.org/general/searchresults/?q=fixed%20\(wired\)%20broadband%20subscriptions%20per%20100%20inhabittans%20by%20%20technology](http://www.oecd.org/general/searchresults/?q=fixed%20(wired)%20broadband%20subscriptions%20per%20100%20inhabittans%20by%20%20technology)

- PÁLENÍČEK, A. Česko vs. Slovensko, vývoj HDP. *Klubinvestorů.com*. © 2014, 2014-06-09 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.klubinvestoru.com/cs/article/2134-cesko-vs-slovensko-3-dil-vyvoj-hdp>
- PETERKA, J. Parlamentní obstrukce zpozdily nový telekomunikační balíček. *Lupa.cz* [online]. © 1998 – 2014, 2014-03-03 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/clanky/parlamentni-obstrukce-zpozdily-novy-telekomunikacni-balicek/>
- POTŮČEK, J. Průvodce světem IPTV. *Digizone.cz*. [online]. © 2005-2014, 2012-10-11 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.digizone.cz/clanky/pruvodce-svetem-iptv-strucna-historie-vyvoje-nejmladsi-digitalni-platformy-v-cesku/>
- PRAVEC J. Česká politika v roce 2014. *Ekonom.ihted.cz*. © 1996-2014 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://ekonom.ihted.cz/c1-61507160-kam-pujde-ceska-politika-v-roce-2014-budoucnost-ocima-josefa-pravce>
- SLÍŽEK, D. Internetový provoz si je rovný. *Lupa.cz* [online]. © 1998 – 2014, 2014-4-3 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/clanky/vsechen-internetovy-provoz-si-je-rovny-rekli-europoslanci-kyvli-i-zruseni-roamingu/>
- SOVA, M. Stav broadbandu v ČR. *Internetprovsechny.cz* © 2002-2014, 2011-07-06 [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.internetprovsechny.cz/stav-broadbandu-v-cr-aneb-zaostreno-na-optiku/>
- U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. Daily Treasury Yield Curve Rates. 2013. [cit. 2014-08-29]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2013>

Ostatní zdroje

- Interní dokumenty společnosti
- International Valuation Standards 2013
- IDW Standard – Institut der Wirtschaftsprüfer, německý institut auditorů, který publikuje standardy IDW Standards
- Výroční zpráva oceňované společnosti za rok 2006 a 2013
- Výroční zpráva UPC Česká republika s.r.o. 2006-2013

Seznam obrázků

Obr. 1 Proces oceňování	20
Obr. 2 Dvoufázová metody	34
Obr. 3 Schéma postupu při interaktivním výpočtu kapitálové struktury	38
Obr. 4 Příímka cenných papírů	40
Obr. 5 Logo společnosti.....	44
Obr. 6 Logo služeb	44
Obr. 7 Matice k posouzení perspektivnosti podniku	74

Seznam grafů

Graf 1 Domácnosti s počítačem v %	51
Graf 2 Domácnosti s připojením k internetu v % z celkového počtu domácností.....	51
Graf 3 Širokopásmové připojení na 100 obyvatel v % podle typu technologie	61
Graf 4 Srovnání hodnot společnosti	82

Seznam tabulek

Tab. 1 Základní údaje o společnosti	44
Tab. 2 Historický vývoj společnosti	45
Tab. 3 SBU společnosti	46
Tab. 4 Služby pro domácnosti	47
Tab. 5 Organizační struktura společnosti	48
Tab. 6 Poskytovatelé placené televize a počet předplatitelů	54
Tab. 7 Vývoj HDP	58
Tab. 8 Vývoj úrokových sazeb	59
Tab. 9 Vývoj inflace	59
Tab. 10 Závěrečné shrnutí SLEPT analýzy	62
Tab. 11 Velikost relevantního trhu	64
Tab. 12 Hodnocení atraktivity trhu.....	65
Tab. 13 Shrnutí atraktivity trhu	65
Tab. 14 Hodnoty koeficientu korelace.....	66

Tab. 15 Prognóza relevantního trhu.....	67
Tab. 16 Vývoj tržního podílu podniku	68
Tab. 17 Tržní podíl UPC	69
Tab. 18 Hodnocení konkurenční síly	71
Tab. 19 Prognóza tržního podílu.....	73
Tab. 20 Prognóza tržeb oceňovaného podniku.....	74
Tab. 21 Postup finanční analýzy.....	77
Tab. 22 Horizontální analýza aktiv.....	78
Tab. 23 Vertikální analýza aktiv, podíl na celkových aktivech.....	78
Tab. 24 Horizontální analýza pasiv	79
Tab. 25 Vertikální analýza pasiv	79
Tab. 26 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	79
Tab. 27 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	80
Tab. 28 Analýza poměrových ukazatelů.....	81
Tab. 29 Králíkův rychlý test	84
Tab. 30 Analýza a prognóza tržeb	87
Tab. 31 Analýza a prognóza ziskové marže	87
Tab. 32 Analýza a prognóza pracovního kapitálu	89
Tab. 33 Analýza a prognóza investic do DM	90
Tab. 34 Analýza rentability kapitálu.....	91
Tab. 35 Investovaný kapitál a jeho rentabilita.....	91
Tab. 36 Vstupní data pro předběžné ocenění.....	92
Tab. 37 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnota	92
Tab. 38 Plánovaná výsledovka	93
Tab. 39 Plánované CF.....	94
Tab. 40 Plánovaná aktiva.....	95
Tab. 41 Plánovaná pasiva	96
Tab. 42 Výpočet FCFF a současné hodnoty první fáze.....	101
Tab. 43 Podklady pro výpočet druhé fáze	101
Tab. 44 Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle DCF	102
Tab. 44 První fáze dle metody EVA.....	103
Tab. 46 Podklady pro druhou fázi metoda EVA	103

Tab. 47 Výsledné ocenění dle metody EVA.....	104
Tab. 48 M&A transakce srovnatelných podniků za od 2012-2014	105
Tab. 49 Výsledná hodnota vlastního kapitálu při změně předpokladů.....	108

Seznam zkratk

ADSL – Asymmetric Digital Subscriber Line, internetové připojení pomocí kabelu telefonní linky

CAPM – Capital Assets Pricing Model, model oceňování kapitálových aktiv

CATV – Cable Television, kabelová televize

CEF – Connecting Europe Facility, Nástroj pro propojení Evropy

DCF – Discounted Cash Flow, diskontovaný peněžní tok

DVB -T – Digital Video Broadcasting – Terrestrial, pozemní digitální vysílání

DOCSIS – Data Over Cable Service Interface Specification, datové přenosy na koaxiálních sítích

EVA – Economic Value Added, ekonomická přidaná hodnota

EU – European Union, Evropská unie

FCF – Free Cash Flow, volný peněžní tok/cash flow

FCFF - Free Cash flow to the Firm, Volný peněžní tok do firmy (jak pro vlastníky tak věřitele)

FCFE – Free Cash Flow to Equity, Volný peněžní tok pro vlastníky

FTTx – Fibre To The x, optické vlákno do x (do bytu, do budovy, do uzlu, do kabinetu...)

FTTH – Fibre To The Home, optické vlákno do bytu

Fibre/LAN – technologie optické sítě, na kterou navazuje metalická síť

H_n – Hodnota neto

H_b – Hodnota bruto

HD – High Definition, vysoké rozlišení

IPTV – Internet Protocol Television, televize přes internetový protokol

KPVH – Korigovaný Provozní Výsledek Hospodaření

LAN – Local Area Network, lokální síť, typicky se tak označuje počítačová síť

NOA – Net Operating Assets, čistá provozně nutná aktiva

NOPAT – Net Operating Profit After Taxes, čistý provozní zisk po zdanění

NGA – Next Generation Access, vysokorychlostní internetové síť

OTT – Over The Top, služby, které umožňují dodávku medií přes internet (IP protokol) bez spolupráce s jinými operátory či poskytovateli internetových služeb.

pay TV – placený obsah v televizi, příkladně prémiové kanály

PON – Passive Optical Network, Pasivní optická síť (mezi ústřednou a zákazníkem není potřeba používat žádné aktivní (napájené) prvky

SBU – Strategic Business Unit, strategická podnikatelská jednotka

SD – Standard Definition, standartní rozlišení

xDSL – x Digital Subscriber Line, (x = typ DSL služby)

WACC – Weighted Average Cost of Capital, průměrné vážené náklady na kapitál

4G – Fourth Generation, čtvrtá generace mobilního internetu

5G – Fifth Generation, pátá generace mobilního internetu

Seznam příloh

Příloha č. 1 Historie společnosti (UTAJENO)

Příloha č. 2 Produkty společnosti (UTAJENO)

Příloha č. 3 Výběr vhodného modelu pro prognózu trhu

Příloha č. 4 Vymezení provozovně nutného majetku, investovaného kapitálu provozně nutného a korigovaného provozního výsledku hospodaření (UTAJENO)

Příloha č. 5 Generátory hodnoty (UTAJENO)

Příloha č. 6 Plánované CF v plném rozsahu (UTAJENO)

Příloha č. 7 Finanční analýza plánu (UTAJENO)

Příloha č. 8 Riziko selhání země

Příloha č. 9 Výkazy oceňované společnosti za období 2008 – 2013 (UTAJENO)

Příloha č. 3

VÝBĚR VHODNÉHO MODELU PRO PROGNOZU TRHU

Prognózu vývoje trhu jsem stanovila na základě použití kombinace následujících statistických metod:

- Jednoduchá regresní analýza – analýza časového trendu
- Jednoduchá regresní analýza s regresorem HDP v b.c

Pro analýzu trendu jsem testovala vždy tyto funkce:

- Lineární
- Exponenciální
- Logaritmická
- Parabolická

Jednoduchá regrese – regresor času (plná časová řada)

Data pro výpočet regresních rovnic uvádím v následující tabulce.

Rok	X (perioda)	X^2	Y (trh)	ln (Y)	ln (X)
2006	1	1	4466	8,404248432	0
2007	2	4	6761	8,818926087	0,693147181
2008	3	9	9449	9,153664195	1,098612289
2009	4	16	11152	9,319374133	1,386294361
2010	5	25	12673	9,447229025	1,609437912
2011	6	36	13730	9,527338499	1,791759469
2012	7	49	13830	9,534595425	1,945910149
2013	8	64	13920	9,541081934	2,079441542

Pomocí analytického nástroje v Excelu jsem vypočítala regresní koeficienty, index determinace a statistickou významnost na základě F- testů a t-testů. Výsledky obsahuje tabulka níže.

Funkce	a	b	c	SV (5%)	SV (1%)	Index determinace
Lineární	4539,392857	1379,607143		OK	OK	89%
Exponenciální	8,533393341	0,152203083		OK	OK	82%
Logaritmická	4084,882037	5026,302653		OK	OK	98%
Parabolická	1024,303571	-234,3392857	3488,660714	OK	X	100%

Z tabulky je patrné, že upravený index determinace, je u všech modelů dostatečně vysoký. Vyšší determinační index znamená vyšší podíl vysvětlené variability a tím i vyšší kvalitu modelu. Statistickými testy prošly všechny funkce, při hladině významnosti na úrovni 5%. K dosažení větší přesnosti modelu jsem použila hladinu významnosti na úrovni 1%. Při takto zvolené hladině významnosti, pak parabolický model nemá ze statistického hlediska pro predikci žádný význam i přesto, že dosahuje 100% indexu determinace.

Predikční test

Jednoduchá regrese – regresor čas (časová řada zkrácená o 3 roky)

Funkce	a	b	c	SV (5%)	SV (1%)	Index determinace
Lineární	2658,7	2080,5		OK	OK	0,987243251
Exponenciální	8,25276560	0,258640923		OK	OK	0,943222566
logaritmická	3972,57172	5146,356949		OK	OK	0,9758713
parabolická	1392,2	-180,9285714	3166,07143	X	X	0,997696014

Do regresních rovnic jsem dosadila hodnoty za ověřované roky a pomocí regresní funkce jsem se je pokusila předpovědět. Jako nezávisle proměnou jsem dosadila do regresních funkcí dobu = t (počet období).

	2011	2012	2013
X (perioda)	6	7	8
Y (trh): skutečnost	12673	13730	13830
Lineární	15142	17222	19303
Exponenciální	18117	23465	30391
Logaritmická	13194	13987	14674
Parabolická	13875	14689	15141

Teoretické hodnoty jsem srovnala relativní odchylkou od skutečných dat.

	2011	2012	2013	suma	max. hodnota
Y (trh): skutečnost	0%	0%	0%	0%	
Lineární	16%	20%	28%	65%	
Exponenciální	30%	41%	54%	126%	
Logaritmická	4%	2%	6%	12%	
Parabolická	9%	4%	10%	23%	

Suma odchylek indikuje jak se chyby v odhadech kompenzují. Maximální odchylka znázorňuje, k jaké maximální chybě došlo během sledované periody. Požadované jsou minimální odchylky. Nejlépe v predikčním testu vyšly funkce logaritmická a parabolická. Parabolická funkce i přesto, že dosahuje index determinace téměř 100%, neprošla statistickými testy a nemá ze statistického hlediska pro predikci žádný význam. Jako výslednou funkci jsem proto zvolila funkci logaritmickou. Tento model prošel všemi statistickými testy a dosáhl indexu determinace 98%.

Zvolená funkce časového trendu tedy je:

$$\text{Relevantní trh} = 3973 + 5146 \cdot \ln(X)$$

Jednoduchá regrese – regresor HDP (plná časová řada)

Postup získání regresních rovnic je totožný s postupem analýzy časového trendu. Opět pomocí analytického nástroje v Excelu jsem vypočítala regresní koeficienty, index determinace a statistickou významnost na základě F- testů a t-testů. Výsledky obsahuje tabulka níže.

Funkce	a	b	c	SV (5%)	SV (1%)	Index determinace
Lineární	-56111,2351	0,017848336		OK	X	74%
Exponenciální	1,018913616	2,18887E-06		X	X	84%
logaritmická	-959361,8801	64096,23917		OK	OK	74%
parabolická	269614,3516	2,50502E-08	-0,163117736	X	X	78%

Z tabulky je patrné, že na úrovni 1% hladině významnosti dosáhl statistické významnosti pouze logaritmický model. Při hladině významnosti na úrovni 5% prošly statistickými testy pouze funkce lineární a logaritmická, jejich index determinace nedosahují však ani hodnoty 75%. Při provedení predikčních testů, všechny modely data podhodnocují. Na základě statistických výsledků jsem vybrala pro prognózu tržeb logaritmickou funkci časového trendu.

Příloha č. 8

RIZIKO SELHÁNÍ ZEMĚ (PRÉMIE USA DLUHOPISŮ A1 OPROTI AAA)

Reuters Corporate Spreads for Industrials
03/28/2014

Rating	1 yr	2 yr	3 yr	5 yr	7 yr	10 yr	30 yr
Aaa/AAA	5	8	12	18	28	42	65
Aa1/AA+	10	18	25	34	42	54	77
Aa2/AA	14	29	38	50	57	65	89
Aa3/AA-	19	34	43	54	61	69	92
A1/A+	23	39	47	58	65	72	95
A2/A	24	39	49	61	69	77	103
A3/A-	32	49	59	72	80	89	117
Baa1/BBB+	38	61	75	92	103	115	151
Baa2/BBB	47	75	89	107	119	132	170
Baa3/BBB-	83	108	122	140	152	165	204
Ba1/BB+	157	182	198	217	232	248	286
Ba2/BB	231	256	274	295	312	330	367
Ba3/BB-	305	330	350	372	392	413	449
B1/B+	378	404	426	450	472	495	530
B2/B	452	478	502	527	552	578	612
B3/B-	526	552	578	604	632	660	693
Caa/CCC+	600	626	653	682	712	743	775
US Treasury Yield	0.13	0.45	0.93	1.74	2.31	2.73	3.55